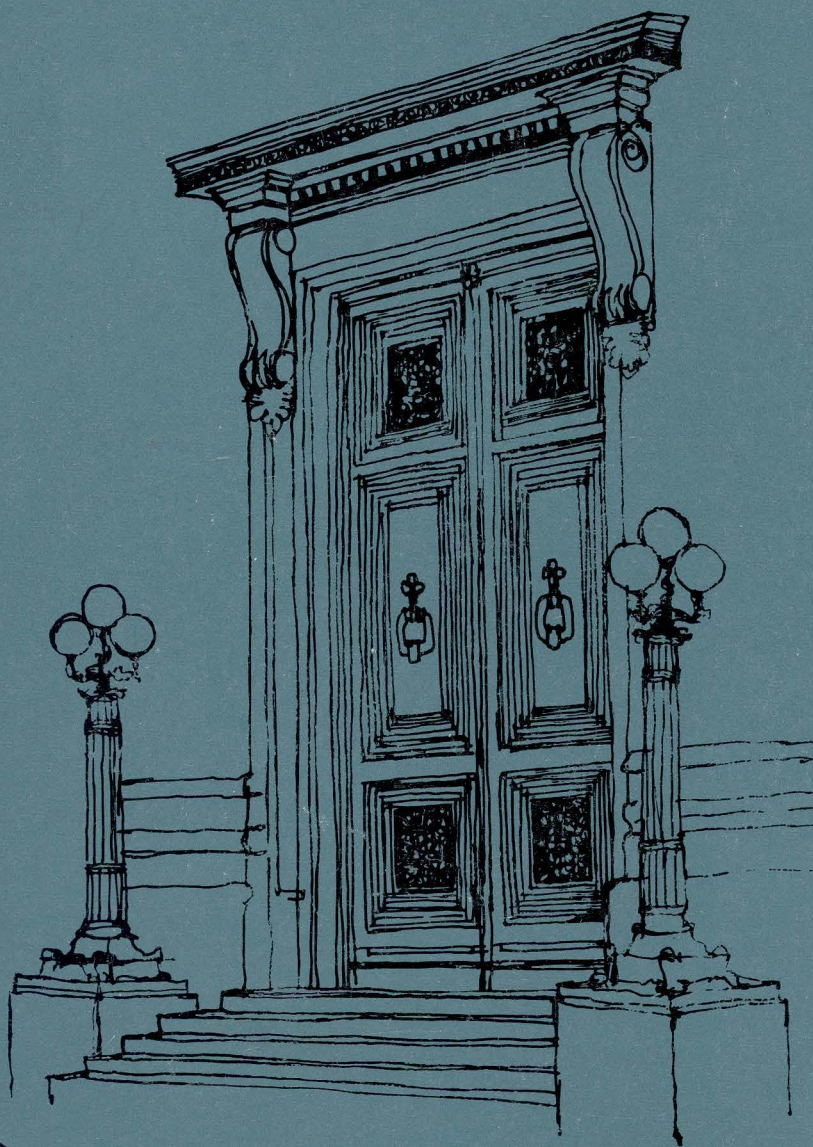


ESTUDIOS MONETARIOS XII

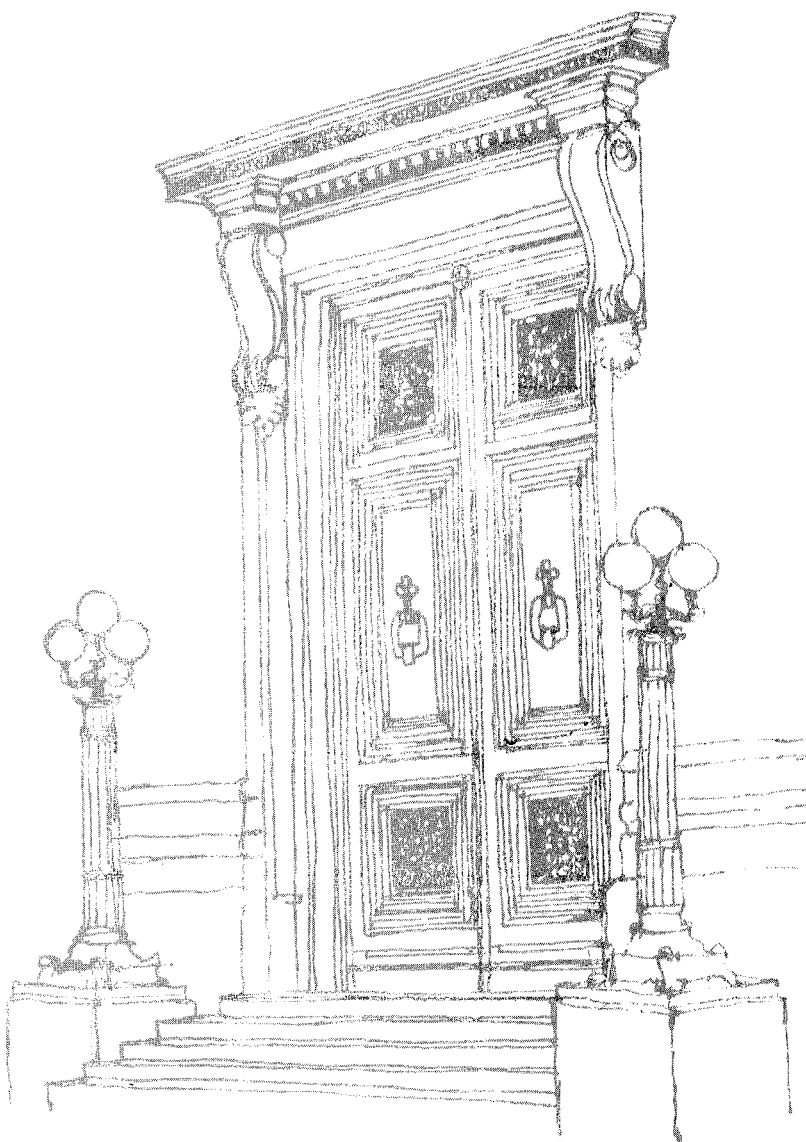
SEMINARIO "70° ANIVERSARIO DEL
BANCO CENTRAL DE CHILE"



BANCO CENTRAL DE CHILE

ESTUDIOS MONETARIOS XII

SEMINARIO "70° ANIVERSARIO DEL
BANCO CENTRAL DE CHILE"



BANCO CENTRAL DE CHILE

DIRECTOR Y REPRESENTANTE LEGAL:
Jorge Carrasco Vásquez

Publicación editada por el Departamento Publicaciones
de la Gerencia de Investigación Económica
del Banco Central de Chile

Impreso en Chile / Printed in Chile
Edición de 500 ejemplares
Santiago, Junio 1996

Indice

	Página
Conferencia Inaugural Exposición del señor Roberto Zahler, Presidente del Banco Central de Chile	5
Primera Sesión "Europa y la economía mundial" Exposición del señor Andrew Crockett, Gerente General del Banco de Pagos Internacionales (BIS)	25
Segunda Sesión "Dificultades de los mercados financieros internacionales: Impacto sobre economías pequeñas y abiertas" Exposición del señor Roque Fernández, Presidente del Banco Central de Argentina	39
Tercera Sesión "La cuenta de capital durante un proceso de liberalización económica" Exposición del señor Miguel Urrutia, Presidente del Banco de la República de Colombia	53
Cuarta Sesión "Ajustes de políticas frente a turbulencias financieras" Exposición del señor Miguel Mancera, Presidente del Banco de México	67
Mesa Redonda "Los desafíos de la banca central hacia el año 2000" Primera parte	83
Segunda parte	107
Conferencia de Clausura Exposición del señor Eduardo Aninat, Ministro de Hacienda de Chile	117

CONFERENCIA INAUGURAL

Seminario "70° Aniversario del Banco Central de Chile"

Exposición del señor Roberto Zahler, Presidente del Banco Central de Chile, en la conferencia inaugural del Seminario "70° Aniversario del Banco Central de Chile" efectuado el 21 de agosto de 1995. (*)

I. Introducción

Es un gran honor para mí inaugurar este seminario que se enmarca dentro de las actividades de celebración del septuagésimo aniversario de la creación del Banco Central de Chile. A nombre del Consejo del Banco Central y del mío propio les doy a todos ustedes la más cordial bienvenida. Quiero agradecer especialmente a los expositores que nos acompañarán en el transcurso del día. Al señor Eduardo Aninat, Ministro de Hacienda, al señor Andrew Crockett, Gerente General del Banco Internacional de Pagos de Basilea (BIS), al señor Roque Fernández, Presidente del Banco Central de Argentina; al señor Miguel Mancera, Presidente del Banco de México; y al señor Miguel Urrutia, Gerente General del Banco de la República de Colombia. Será un privilegio para nosotros conocer de primera fuente la visión y las experiencias de nuestros distinguidos visitantes en torno a los desarrollos más recientes de la economía mundial y de los países latinoamericanos, así como discutir los desafíos comunes que nos esperan para los próximos años.

Quiero comenzar refiriéndome a algunos antecedentes históricos sobre lo que han sido estos setenta años desde la creación del Banco Central, y el desarrollo que ha registrado la inflación a través de este período. Luego, considerando que la inflación ha vuelto a ocupar un lugar destacado en la discusión económica, me referiré en más detalle a este tema. En particular, me centraré en la importancia del control de la inflación, la forma en que el Banco Central ejerce su política antiinflacionaria y los logros ya obtenidos en esta materia, junto a los desafíos que se presentan para seguir avanzando en este campo. Al final me referiré a la coyuntura, y en particular a la evolución reciente de la economía chilena y las perspectivas para el resto del año de la actividad y el gasto, la inflación y las cuentas externas.

(*) El autor agradece la colaboración del señor Luis Oscar Herrera, economista del Banco Central de Chile, en la preparación de esta exposición.

Breve reseña histórica

El Banco Central de Chile fue creado en virtud del Decreto Ley N° 486 del 21 agosto de 1925, promulgado bajo el gobierno de don Arturo Alessandri Palma. Esta iniciativa formaba parte de una reforma general al sistema financiero y bancario chileno, que también incluía el retorno de la economía al patrón oro. Durante estos primeros años, el principal objetivo del Banco Central era mantener la convertibilidad del peso en oro, la que continuó hasta fines de 1931, cuando las fuertes caídas en nuestras exportaciones y el repentino cese de las entradas de capital que siguieron a la gran depresión mundial llevaron a suspenderla. De ahí en adelante, la política monetaria pasó a jugar un rol más activo en la promoción de un mayor empleo de los recursos y en el financiamiento del presupuesto fiscal a través de créditos directos o indirectos al gobierno. Al mismo tiempo, el ritmo de crecimiento de los precios tendió a acelerarse, dando inicio a un período de inflación crónica que se ha extendido en forma casi ininterrumpida a través de las últimas seis décadas.

La segunda ley orgánica del Banco Central se dictó en 1953 y en ella se le asignaba a esta institución un rol más activo en relación con el desarrollo de la economía nacional, junto con facultarla expresamente para conceder créditos al Fisco y a los organismos estatales, dentro de ciertos límites. Quizás no es coincidencia que el inicio de esta nueva etapa institucional fuera acompañada por una importante aceleración en la tasa de inflación, la que sólo se normalizó hacia fines de la década de los cincuenta y principios de los años sesenta, después de varios programas de estabilización. Sin embargo, si bien la inflación se normalizó en un nivel inferior al que se había observado a través de los años cincuenta, éste era superior al que se había observado en las dos décadas anteriores.

En los años setenta, el ritmo de crecimiento de los precios continuó en ascenso, hasta alcanzar niveles récords de tres dígitos, que hasta entonces no se habían observado en la economía chilena. La utilización activa del tipo de cambio nominal como herramienta de estabilización y finalmente su fijación, permitieron la convergencia de la inflación a niveles más moderados hacia fines de los años setenta y principios de los ochenta, pero sólo por un corto período.

El resto de la historia es bien conocida. La aplicación de políticas monetarias contractivas en los Estados Unidos y la configuración de un cuadro de recesión en la economía mundial, provocaron una significativa caída en nuestros términos de intercambio y un brusco corte en las entradas de capitales hacia nuestra economía, en un momento en que nuestras cuentas de gasto e ingreso estaban severamente desalineadas y nuestra competitividad externa se encontraba muy deteriorada, lo que llevó finalmente a devaluar la moneda. Una vez más, la inflación volvió a retomar fuerza, para situarse por el resto de la década en torno a niveles, que si bien fueron inferiores a los observados en los años setenta, resultaron similares a los registrados en décadas anteriores.

En este escenario, y arrastrando el peso de una historia de inflación crónica, en diciembre de 1989 se inauguró una nueva etapa institucional en la historia

del Banco Central de Chile. La Ley Orgánica Constitucional del Banco Central, publicada el 10 de octubre de 1989, consagró la autonomía técnica y patrimonial de esta institución, y precisó también los objetivos fundamentales que debería cautelar: preservar la estabilidad en el valor de la moneda y velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.

II. La meta de estabilidad de precios

¿Por qué bajar la inflación?

Estos objetivos están orientados a garantizar la confianza pública en los medios de pagos. Dicha confianza es un prerequisite para el funcionamiento eficiente de una economía de mercado y abierta al exterior, y es, por lo tanto, un prerequisite para el desarrollo de nuestro país. Un elemento fundamental de esta confianza pública es la estabilidad del valor de la moneda o el control de la inflación. La inflación acarrea una serie de costos para la sociedad que es conveniente recordar para entender la importancia de persistir en nuestros esfuerzos por reducirla.

-Los costos inmediatos de la inflación

En términos teóricos el origen y la magnitud de los costos de la inflación dependen de sus características: alta, moderada o baja; estable o inestable; esperada o sorpresiva, y también del entorno en el que se desarrolla, es decir, cómo se acomodan a la inflación la estructura institucional y los contratos y prácticas de los agentes económicos.

En una economía como la chilena, que a lo largo de los años ha desarrollado una "cultura inflacionaria", los costos inmediatos de una inflación baja y estable son probablemente reducidos. Ellos están relacionados, entre otros, con los esfuerzos financieros de recomposición de cartera para evitar pagar el llamado impuesto inflación, con los mayores costos de transacción por manejar menos dinero, y con los costos de cambiar precios más frecuentemente.

Sin embargo, y aun cuando la política monetaria mantenga un curso estable, la inflación suele ser fluctuante y presentar cambios inesperados, y cuanto más alto sea su nivel promedio, más variable es su comportamiento. Esta variabilidad de la inflación entorpece el funcionamiento eficiente del sistema de precios y acarrea costos sectoriales y macroeconómicos. No sólo se distorsionan los precios microeconómicos, sino que también se ven afectados precios globales como los salarios, el tipo de cambio y la tasa de interés. Entre otros costos, esta volatilidad de precios relativos perjudica la eficiencia en la asignación de recursos, introduce fricciones en el funcionamiento de los mercados crediticios y laborales, genera incertidumbre que retarda y reduce la inversión y acorta los contratos, disminuyendo el horizonte efectivo de planificación empresarial. La inflación también da origen a iniquidades y conflictos sociales, pues suele afectar negati-

vamente la distribución del ingreso, en desmedro de los más pobres, que cuentan con menos medios para protegerse de ella.

La evidencia empírica indica que en el largo plazo existe una correlación negativa entre inflación y crecimiento, aunque el efecto sólo es significativo en países con inflación moderada y alta. Sin embargo, esto no resta importancia al esfuerzo de mantener una inflación baja como la que hemos logrado en los últimos años y continuar avanzando al respecto, pues las consecuencias de la inflación sobre el crecimiento van más allá de sus impactos directos. En efecto, la evidencia también muestra que la estabilidad macroeconómica, entendida como el respeto por las restricciones presupuestarias básicas que enfrenta la economía, es un requisito fundamental para el crecimiento económico, y si bien la inflación es un componente más dentro de dicha estabilidad, es el más visible. Mantener bajo control la inflación es importante porque es una meta concreta que concierne voluntades para lograr y mantener el objetivo de estabilidad macroeconómica.

La indexación, por su parte, es una forma de seguro frente a sorpresas inflacionarias, reduciendo en forma significativa varios de los costos de eficiencia que están asociados a la inflación, así como algunas de las iniquidades que ella genera. A través de las dos últimas décadas la indexación financiera ha permitido que se desarrollara en Chile un mercado financiero profundo y eficiente, con intermediación de instrumentos de largo plazo, a pesar de la mantención de un cuadro ininterrumpido de inflación. Debe comprenderse que la indexación es un síntoma de la inflación, y no su causa.

-El riesgo de una aceleración inflacionaria

Sin embargo, un inconveniente de la indexación es que, junto con disminuir los costos inmediatos de la inflación, contribuye a reducir la urgencia por tomar medidas para controlarla. En efecto, la experiencia internacional demuestra que cuando la inflación llega a niveles moderados, las ganancias sobre la inflación tienden a estancarse, y los avances son más costosos. En ese contexto, el peligro es la complacencia, dejar de avanzar y no reconocer el riesgo que representa mantener una inflación moderada. En presencia de prácticas extendidas de indexación, una pequeña aceleración inflacionaria, producto, por ejemplo, de choques reales, puede retroalimentarse en el sistema hasta desatar un proceso de inflación creciente. En efecto, mientras mayor es el nivel inicial de la inflación, más expuesta se encuentra la economía a enfrentar una aceleración inflacionaria de estas características.

Asimismo, es posible imaginar un proceso en que la inflación escala gradualmente a medida que las autoridades dilatan la decisión de atacarla. En cada etapa se produce sólo una pequeña aceleración del ritmo de crecimiento de los precios, que no produce grandes costos inmediatos, gracias a las prácticas de indexación, y que tiende a enraizarse en la economía a través de los mismos. Después de algún tiempo, el mayor nivel de inflación pasa a ser tolerable, y ya no hay voluntad para llevarla a su estado inicial. El mismo proceso ocurre en la

siguiente etapa, y en la subsiguiente, y así sucesivamente hasta llegar a un nivel en el que la inflación es alta y verdaderamente costosa, y, además, a una situación en que no existe credibilidad sobre el compromiso antiinflacionario de las autoridades. Así pues, la indexación, en presencia de choques adversos y de reducida capacidad de control del gasto, puede potenciar episodios de alta inflación. Ello da lugar a planes de estabilización que normalmente acarrearán severos costos económicos, sociales y políticos.

Para evitar este proceso gradual de "degradación en la moral inflacionaria", el Banco Central debe mantenerse firme en su propósito de reducción de la inflación, buscando aprovechar las coyunturas favorables para avanzar más rápidamente, defendiendo con firmeza los logros ya obtenidos, e insistiendo en la desindexación voluntaria de los contratos laborales y otros precios para que ellos incorporen la inflación esperada decreciente, en lugar de la inflación pasada.

La política antiinflacionaria no debe generar desequilibrios en otras áreas

Un criterio fundamental de la política antiinflacionaria del Banco Central es que ella no sea fuente de desequilibrios importantes en otras áreas de la economía. Los logros en materia de inflación no pueden ser a costa de generar un incremento sustancial en los niveles de desempleo y capacidad ociosa, desajustes en los mercados financieros o un deterioro no sostenible en las cuentas externas. Estos desequilibrios internos o externos no sólo tendrían costos elevados por sí mismos, sino que erosionarían la credibilidad del esfuerzo de estabilización, pondrían en duda su sustentabilidad, retardarían sus efectos, y al final resultarían contraproducentes si éste debe ser abandonado a medio camino.

Una política de reducción de la inflación, gradual y sostenida, permite que los contratos y expectativas incorporen las metas de inflación descendente establecidas por el Banco Central, minimiza los riesgos de generar desequilibrios en otros mercados y asegura la permanencia en el tiempo de los avances obtenidos.

En múltiples ocasiones me he referido a que no estamos dispuestos a utilizar el tipo de cambio como herramienta antiinflacionaria, pues daría origen a desequilibrios en el frente externo. Asimismo, tampoco queremos que la política monetaria genere desequilibrios indirectos sobre este precio o sobre las cuentas externas. Los eventuales efectos que pueda tener la tasa de interés doméstica sobre el tipo de cambio, los que de por sí son discutibles, están restringidos por la operación de una banda cambiaria amplia, que pone límites explícitos a los movimientos de este precio, así como por la posibilidad de intervenir al interior de ella si es necesario. Adicionalmente a estos esfuerzos, que involucran fundamentalmente nuestra política de reservas internacionales, se han establecido limitaciones a las entradas de capital, como los encajes, que afectan especialmente a los llamados "capitales golondrina", que buscan ganar un diferencial de intereses de corto plazo.

Sin embargo, esta preocupación por no generar desequilibrios en el frente externo, no debe confundirse con tratar de imponer un objetivo particular sobre el tipo de cambio real. Quiero desmentir categóricamente los comentarios y opiniones que han surgido recientemente sobre una supuesta modificación en las prioridades del Banco para favorecer el tipo de cambio en desmedro del objetivo de inflación. Nuestra primera prioridad es y seguirá siendo la estabilidad de precios. No hay un esfuerzo explícito o implícito por aumentar el tipo de cambio, ni menos a costa del objetivo de inflación. Pero tampoco hay incompatibilidad entre este objetivo y la mantención de un tipo de cambio real de equilibrio. El nivel adecuado para este precio es aquél compatible con el pleno empleo de los recursos productivos, en un rango que no introduzca presiones inflacionarias adicionales, y con un déficit de cuenta corriente de mediano plazo equivalente a nuestras posibilidades permanentes de financiamiento externo. Dichas condiciones son plenamente compatibles con la mantención de un cuadro de inflación controlada y decreciente. Es más, el arte del diseño de la política macroeconómica es buscar y hacer operativa esa compatibilidad. Al evaluar los resultados de los últimos años se observa que se ha cumplido con ambas condiciones, esto es, se ha logrado reducir la inflación, manteniendo un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos moderado y estable, en un contexto de crecimiento económico dinámico y de una baja tasa de desempleo.

En conclusión, los avances sobre la inflación deben ser graduales, sostenidos y sustentables en el tiempo. Si nos propusiéramos como único fin reducir la inflación en el curso de un año, quizás podríamos lograr resultados espectaculares, pero la pregunta relevante sería a qué costo habríamos conseguido estos resultados y cuánto tiempo durarían.

Horizonte de mediano y largo plazo

Estas consideraciones nos llevan a un segundo criterio que debe primar en las decisiones del Banco Central: un horizonte de mediano y largo plazo. La experiencia de los últimos años ha demostrado que la política monetaria opera con rezagos sobre el curso de la economía: las medidas en este campo deben adoptarse teniendo en cuenta sus efectos en los próximos 6 a 18 meses. Es necesario estar atentos ante los signos incipientes de presiones inflacionarias, y actuar con firmeza para prevenirlas y neutralizarlas lo más pronto posible. En efecto, sería ineficiente comenzar a actuar una vez que la inflación se ha manifestado explícitamente, pues a esas alturas la inercia que se introduce a través de los reajustes nominales de salarios y precios, y la pérdida de credibilidad sobre el compromiso antiinflacionario de las autoridades, requieren de una dosis de ajuste bastante más fuerte para lograr los mismos resultados sobre la inflación, sólo que, en dicho caso, el control de ésta se lograría con costos bastante más altos.

El mismo criterio de mediano plazo indica reaccionar con prudencia frente a las variaciones puntuales que presentan indicadores aislados. Las decisiones de política monetaria se basan sobre la tendencia de un conjunto amplio de

indicadores, y no sobre datos puntuales de uno o dos meses. En las últimas semanas, la entrada en vigencia de los impuestos indirectos sobre la gasolina y los cigarrillos ha generado cierto grado de incertidumbre al respecto, y ha devuelto la inflación al centro de la discusión económica. Al respecto, es importante aclarar que las fluctuaciones mensuales que presenta la inflación constituyen un antecedente más que se examina en términos de su tendencia y en relación con otros indicadores complementarios como el curso del empleo, los salarios, el tipo de cambio, el gasto y la actividad económica. En efecto, a pesar del reciente leve repunte de la cifra mensual de inflación, las mediciones de la inflación subyacente o de tendencia indican una continua disminución de este indicador a lo largo de este año, situándolo en un rango perfectamente compatible con la meta de inflación. Esto confirma que la reducción de la inflación continúa siendo un fenómeno sostenido y sostenible en el tiempo y permite esperar confiados el cumplimiento de las metas anunciadas por la autoridad en materia de inflación para 1995. En todo caso -como ha sido un principio permanente- el Banco Central se mantiene vigilante para introducir correcciones cada vez que la adecuada ponderación de todas las variables relevantes así lo amerite.

Colaboración del sector privado y del gobierno en el control de la inflación

Junto a la ejecución de una política monetaria atenta y oportuna, el sector privado y el gobierno deben cooperar para que la inflación siga esta trayectoria descendente. La política fiscal ha contribuido a generar en estos años un ahorro fiscal significativo, así como un superávit en las cuentas globales del tesoro público. Pero la incidencia macroeconómica de la política fiscal es más amplia. Ella puede contribuir activamente al objetivo de contener presiones inflacionarias adicionales si se procura que la absorción pública crezca a un ritmo no mayor al del producto potencial. Adicionalmente, la política fiscal puede contribuir a aminorar la amplitud y profundidad de los ciclos de actividad e inflación limitando y estabilizando el ritmo de crecimiento anual del gasto público. Al respecto, cabe destacar que tanto la ejecución fiscal del año 1994 como el presupuesto de 1995 se han encaminado en ese sentido. Otra alternativa digna de atención sería otorgar mayor flexibilidad a la política tributaria para que colaborara activamente con la política monetaria en la estabilización del ciclo económico.

Asimismo, la política de reajustes de los salarios públicos debe estar vinculada al crecimiento de la productividad de dicho sector y a las expectativas de inflación futura decreciente asociadas con la meta de inflación del Banco Central, para no generar presiones internas adicionales sobre los precios.

Igualmente importante es que el sector privado contribuya a no generar exceso de gastos ni presiones de costos, salariales, proteccionistas u otras, que tiendan a un aumento de la inflación y sacrifiquen el crecimiento de mediano plazo.

Para seguir avanzando en materia antiinflacionaria es necesario que los contratos y precios se basen en la inflación futura decreciente, de modo de redu-

cir las presiones de costos. El Banco Central, durante sus ya casi seis años de autonomía, ha dado señales claras de compromiso antiinflacionario y sus metas han sido rigurosamente cumplidas. La creciente credibilidad en las metas del Instituto Emisor debiera hacer más fácil el desafío aquí planteado. Sin embargo, es necesario dejar en claro que si la trayectoria del gasto interno o las presiones por el lado de los costos no evolucionan de acuerdo con las metas de inflación que el Banco Central se ha planteado, entonces actuaremos con firmeza mediante la aplicación de una política monetaria más restrictiva.

Perspectiva histórica sobre el quinquenio 1991-1995

-Reducción de la inflación, crecimiento y equilibrio externo

Para terminar esta sección, quiero referirme a los logros que hemos obtenido en el curso de los últimos años. Las cifras demuestran que hemos sido muy exitosos en nuestra tarea de reducir la inflación, en un entorno de crecimiento económico dinámico y un sólido equilibrio externo. En efecto, el promedio de inflación anual del último quinquenio, de 12,1%, es el más bajo de los últimos cincuenta años. Sólo en contadas ocasiones la economía chilena había alcanzado niveles de inflación tan bajos como los que hemos observado en los últimos años, pero a diferencia de ocasiones anteriores, éstos no han sido obtenidos a costa de generar desequilibrios en otras áreas, y la inflación de un dígito ya lograda es, en consecuencia, sostenible y gradualmente reducible hacia el futuro.

En ese contexto de inflación a la baja, destaca que en términos de actividad, la tasa de crecimiento promedio del PIB en el último quinquenio, algo superior al 7%, es casi la más alta de los últimos cincuenta años. Sólo es superada muy levemente por la tasa de crecimiento del período 1976-1980, que en buena medida reflejó una recuperación del PIB después de su violenta caída en los años previos, y que se logró en presencia de altos niveles de desempleo y una creciente desalineación del tipo de cambio real, situaciones que no se han dado en los años noventa. Este dinámico crecimiento de los últimos años se ha visto reflejado en un aumento sostenido en los niveles de empleo y remuneraciones, y en una tasa de desempleo que se ha afianzado a niveles muy bajos en términos históricos, y quizás en torno a lo que podría considerarse como desempleo friccional.

Los niveles récords de inversión que se han observado en los últimos años permiten estar optimistas respecto a la mantención de este satisfactorio desempeño. En efecto, la tasa promedio de inversión del último quinquenio, algo superior al 24% del PIB, es la más alta observada en los últimos cincuenta años en la economía chilena. Adicionalmente, esta inversión ha sido financiada mayoritariamente por ahorro interno, que es lo que hace que nuestro crecimiento sea sano y sostenible en el tiempo; dicho ahorro también se encuentra en un nivel récord, que se estima será levemente superior al 27% del PIB para el presente año. Cabe destacar que estas tasas de inversión y ahorro no sólo son altas en términos históricos, sino que también lo son respecto a estándares internacionales.

Los logros en materia de inflación tampoco han sido a costa de generar un desequilibrio en el frente externo. Los indicadores tradicionales de solvencia externa, como el stock de reservas internacionales respecto a importaciones, o el coeficiente de la deuda externa respecto a exportaciones o producto, han ido mejorando sostenidamente a través de los últimos años, y hoy en día se encuentran también en niveles récords. Asimismo, el déficit promedio de cuenta corriente del último quinquenio es inferior a 1,5% del PIB, el más bajo de los últimos cincuenta años.

Adicionalmente, en el último tiempo se ha continuado la profundización del proceso de internacionalización de nuestra economía, tanto en el aspecto comercial como en el financiero. Nuestras exportaciones han continuado creciendo a tasas anuales promedio superiores a las del producto, tanto en volumen como en valor (14,3% y 10,2%, respectivamente, para los últimos cinco años) y a la par con un sano crecimiento de nuestras importaciones.

En el plano de la apertura financiera externa, se ha avanzado en forma continuada hacia una mayor integración con la economía mundial, y sobre este punto considero necesario reiterar que la cuenta de capitales en Chile, a pesar de lo que se suele sostener, a mi juicio de forma poco responsable, está muy abierta. Prueba de ello son la magnitud de los flujos de capital desde o hacia Chile, el alto grado de integración internacional de los mercados cambiarios y bursátiles, la creciente unificación de los mercados cambiarios formal e informal, el bajo nivel de riesgo-país que asignan las agencias especializadas a nuestra economía, la razón precio/utilidad de las acciones de las empresas chilenas que se transan en el exterior, así como el spread de tasas al que las empresas chilenas pueden conseguir financiamiento externo de largo plazo. Además, la mayor apertura financiera ha demostrado ser complementaria con la mayor apertura comercial. El extraordinario auge de las inversiones de empresas nacionales en el exterior ha permitido desarrollar una nueva forma de explotar nuestras ventajas comparativas internacionales en nuevos sectores, como servicios y capacidad empresarial.

A la vez, se han dado pasos concretos para continuar en forma ordenada este proceso de integración, tal como lo demuestran medidas recientes como la total liberalización en el plazo de repatriación de los capitales asociados a los capítulos 18 y 19; el aumento en márgenes de inversión en el exterior y en las alternativas de inversión para los inversionistas institucionales; y en la total libertad entregada a los exportadores para disponer de sus retornos.

-El círculo virtuoso del crecimiento y la estabilidad macroeconómica

Todos estos antecedentes demuestran que hemos sido muy exitosos en combinar los avances en la meta de estabilidad de los precios, junto a condiciones de equilibrio en el resto de la economía. Sin embargo, no es coincidencia que obtengamos estos positivos resultados dentro de un mismo período. Estos logros están relacionados entre sí, y se refuerzan mutuamente. Hay un círculo virtuoso entre estabilidad macroeconómica y crecimiento sostenido. El crecimiento trae estabilidad, y la estabilidad trae crecimiento.

Los canales a través de los cuales se interrelacionan crecimiento y estabilidad son múltiples. Así, por ejemplo, la mantención de un ambiente de disciplina macroeconómica y de control inflacionario contribuye a crear un ambiente de estabilidad de políticas que permite trabajar con horizontes largos de planificación, eleva las tasas de inversión y lleva a introducir nuevas tecnologías que, en definitiva, generan crecimiento. A su vez, la mantención de un cuadro de crecimiento sostenido garantiza la rentabilidad de las nuevas inversiones, y facilita la disciplina fiscal y monetaria. En efecto, por el lado del gobierno, las presiones sobre el presupuesto se reducen cuando el empleo, las remuneraciones y las utilidades de las empresas están creciendo, y, a su vez, el incremento en los ingresos tributarios permite ir resolviendo las necesidades que son más urgentes sin poner en riesgo el equilibrio fiscal. Por el lado del Banco Central, la tarea de mantener bajo control la inflación también se facilita cuando la economía se encuentra en un escenario de crecimiento sostenido y bajo desempleo, pues, en caso de ser necesario, la aplicación de medidas contractivas despertará un mayor grado de consenso que permitirá un ajuste rápido y eficiente.

Por otra parte, es un hecho empíricamente demostrado que un mayor crecimiento económico acarrea aumentos en la tasa de ahorro nacional, y el mayor ahorro genera estabilidad, puesto que reduce nuestra vulnerabilidad frente a choques externos. En efecto, la mantención de un déficit moderado de cuenta corriente y favorables índices de solvencia externas nos permiten un acceso oportuno al financiamiento externo cuando éste es más necesario, por ejemplo, en situaciones desfavorables de términos de intercambio como en 1993. De esta forma se reduce el riesgo de tener que enfrentar una crisis externa o de tener que aminorar bruscamente nuestro crecimiento. Asimismo, un alto nivel de ahorro interno amortigua los efectos sobre la economía generados por las turbulencias en los mercados financieros internacionales, como las que hemos enfrentado durante el presente año.

Los círculos virtuosos tienen algo de "mágicos", el todo es mayor que la suma de las partes, porque las partes se refuerzan mutuamente. El peligro es que cuando la tendencia se mueve en sentido contrario, los círculos virtuosos se pueden transformar en círculos viciosos. Por esto, no podemos dejar de insistir en la necesidad de aumentar nuestros esfuerzos de ahorro e inversión, de mantener las condiciones de equilibrio externo, y, especialmente, de perseverar en la disciplina macroeconómica por parte de todos los agentes involucrados.

La necesidad de la disciplina macroeconómica y el equilibrio externo en este proceso de crecimiento nos lleva al siguiente tema de esta exposición: la importancia de realizar una apertura prudente y programada de la cuenta de capitales, que no ponga en peligro todo lo que ya hemos logrado.

III. Apertura de la cuenta de capitales

Los riesgos de la transición de la apertura financiera externa

Es indudable que para una economía pequeña y abierta como la chilena, una mayor integración financiera con el exterior reporta importantes beneficios que deben ser aprovechados. Entre ellos cabe mencionar la disponibilidad de ahorro externo para el financiamiento de la inversión; la absorción de choques transitorios de términos de intercambio y la diversificación de nuestras fuentes de ingreso, todo lo cual permite suavizar la trayectoria del consumo.

Sin embargo, una mayor apertura financiera también conlleva riesgos que deben ser considerados. Existen costos permanentes y costos de transición. La pérdida de grados de libertad en el manejo de la política monetaria, y los efectos desestabilizadores que pueden generar los movimientos de capital en una economía pequeña como la nuestra son costos permanentes de una mayor apertura. Los riesgos asociados a la trayectoria de ajuste desde una cuenta de capitales históricamente cerrada a una cuenta de capitales abierta son costos de transición.

Quiero referirme en mayor extensión sobre este último punto. Históricamente los flujos de capitales desde y hacia Chile se encontraban muy restringidos. En efecto, tras el abandono de la convertibilidad del peso se instauraron en Chile masivos controles sobre las salidas de capital. Si bien a través del curso de las décadas estos controles fueron modificados, el espíritu de las restricciones se mantuvo intacto hasta hace algunos años, excepto por períodos intermitentes de mayor liberalidad. En cuanto a las entradas de capital, las limitadas condiciones de acceso al financiamiento externo las restringían en forma natural. De hecho, no fue sino hasta la década de los setenta que las economías en desarrollo, y entre ellas Chile, lograron renovar el acceso masivo al financiamiento externo que habían perdido tras la gran depresión, pero sólo por un corto período, pues la crisis internacional de la deuda a comienzos, de los años ochenta, junto al alto nivel de endeudamiento externo que acumuló la economía chilena en ese breve lapso, llevaron a suspender una vez más el acceso al financiamiento internacional.

Estas condiciones de acceso al financiamiento externo han cambiado rápidamente y significativamente en los últimos años. En efecto, una mejor percepción del riesgo-país, junto con una expansión generalizada de los flujos de capital destinada a las llamadas economías emergentes, han incrementado en forma significativa la oferta de fondos externos disponibles y, repentinamente, nos hemos encontrado en una situación en que la rentabilidad doméstica del capital productivo está por encima del costo de fondos externo, ajustado por riesgo-país y por riesgo de devaluación. El diferencial de rentabilidades ofrece atractivas oportunidades que debemos aprovechar, pero conlleva riesgos que debemos minimizar.

Cabe destacar que este diferencial obedece a circunstancias históricas y a reformas estructurales que afectan la productividad de la economía chilena, que

poco tienen que ver con la política monetaria. En efecto, considerando la dotación relativa de capital y recursos humanos en Chile, el limitado acceso al financiamiento externo que tenía nuestra economía hasta hace poco, y las bajas tasas históricas de ahorro doméstico, es natural esperar que la rentabilidad doméstica del capital productivo, que debe distinguirse de la rentabilidad del capital financiero, tienda a ubicarse por encima de la rentabilidad observada en las economías industrializadas.

En el pasado, esta situación podía mantenerse en el tiempo o cambiar sólo gradualmente, en la medida que la percepción de riesgo-país limitaba el arbitraje internacional de fondos. En la actualidad, un escenario de apertura financiera irrestricta puede atraer enormes flujos de recursos en un corto período de tiempo, desestabilizando el gasto, el precio de los activos y precios claves tales como los salarios y el tipo de cambio real. El curso que seguiría la economía si las autoridades decidieran validar esta tendencia es bien conocido. Dada la magnitud de los flujos, la primera etapa del proceso de transferencia es de auge, aumenta el precio de los activos y los salarios, aumenta el consumo y la inversión, se aprecia el tipo de cambio y se abaratan las importaciones. Esta etapa es de por sí de difícil manejo macroeconómico. Es necesario contener las presiones inflacionarias que se generan en los mercados internos, y estar atentos para prevenir la creación de burbujas financieras que acentúan aún más el movimiento de precios y recursos. Sin embargo, la fase de expansión del ciclo siembra las semillas de la fase de contracción. A medida que crece el déficit de cuenta corriente y se acumulan pasivos externos, la percepción de riesgo-país comienza a aumentar y la disponibilidad de fondos externos se reduce, el volumen de transferencias externas disminuye y, consecuentemente, los precios y el gasto deben iniciar su trayectoria de vuelta.

En el escenario ideal, los flujos de entrada se revierten gradualmente en el tiempo, y los ajustes en precios son suaves, sin generar desequilibrios importantes sobre el desempeño de la economía. Sin embargo, el escenario más probable es aquel en que las entradas de capital se detengan e incluso se reviertan abruptamente, provocando un ajuste traumático. En efecto, la economía se encuentra en una posición muy vulnerable cuando el nivel de endeudamiento externo es alto y el déficit de la cuenta corriente es significativo, peor aún si el financiamiento externo es de corto plazo. Aumentos en las tasas de interés internacionales, caídas en los términos de intercambio o, simplemente, fenómenos de expectativas pueden gatillar una repentina crisis de confianza externa que ponga término de una vez al proceso de transferencia externa de recursos. La crisis de la deuda externa de la región en los años ochenta y las turbulencias recientes en los mercados financieros internacionales ilustran muy bien estos riesgos.

En este último escenario, el ajuste involucra una peligrosa combinación de altas tasas de interés domésticas, caída en el precio de los activos y fuerte depreciación en el tipo de cambio, lo que inevitablemente trae consigo problemas de importancia en los mercados financieros internos, e induce presiones inflacionarias adicionales; y, por otra parte, es de esperar un aumento significativo en el desempleo y una caída en el nivel de actividad económica, producto de las fricciones

que se introducen en los mercados financieros, así como de la brusca disminución en el nivel de gasto.

La experiencia de Chile a principios de los ochenta y también la de otros países de la región ha probado que este escenario pesimista no sólo es muy probable, sino que suele acarrear costos muy significativos por un largo período de tiempo. No estamos dispuestos a realizar nuevos experimentos en esta materia y arriesgar los importantes logros obtenidos en los últimos años. Reivindicamos la necesidad de llevar a cabo una política económica soberana, y no permitiremos que nuestra economía flote al vaivén de las olas del financiamiento externo de corto plazo.

El rol de la tasa de interés en la mantención del equilibrio externo

Es por esto que hemos planteado que una estrategia prudente de financiamiento externo es lograr un déficit de cuenta corriente de tendencia en torno a niveles de 3% a 4% del PIB, de manera de utilizar las ventajas del ahorro externo, pero en forma gradual en el tiempo, minimizando los riesgos de una trayectoria indeseable de ajuste. Un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de esa magnitud permite mantener estables o mejorar levemente los indicadores habituales de solvencia externa; y, asimismo, se acerca a la evidencia histórica reciente y a proyecciones prudentes de la oferta hacia Chile de financiamiento externo neto de mediano y largo plazo.

Para mantener un nivel promedio de gasto interno compatible con el uso prudente del ahorro externo, dado el nivel actual de ahorro interno, es necesario que las tasas de interés domésticas se ubiquen por encima del nivel que prevalece en las principales economías industrializadas, y de manera que sean consistentes con la mayor rentabilidad del capital productivo en Chile. Con el tiempo, tasas de inversión altas como las que hoy observamos en Chile, o aumentos adicionales en la tasa de ahorro interno, llevarán a cerrar esta brecha, pero hoy en día ello no es posible.

En el último tiempo se ha sostenido en forma bastante reiterada la conveniencia, e incluso la necesidad, de equiparar las tasas de interés domésticas con las tasas de interés internacionales. Una primera consideración al respecto es preguntar ¿cuál es la tasa de interés externa relevante para una economía en vías de desarrollo como la chilena?, ¿deberíamos compararnos con otras economías en una etapa similar de desarrollo, o con las economías industrializadas, que tienen un nivel acumulado de capital por habitante muy superior al nuestro y, en consecuencia, una rentabilidad marginal de la inversión probablemente mucho más baja? Si comparamos la tasa de interés en Chile con respecto a las tasas que prevalecen en las principales economías latinoamericanas, se puede constatar que la tasa de interés real en nuestro país es muy inferior a la que prevalece en esos países.

Si el punto de referencia son las tasas de interés reales que prevalecen en las principales economías desarrolladas, ya hemos dicho que es natural que la tasa de interés doméstica sea superior a estas tasas y también hemos explicado la necesidad de mantener este diferencial. Sin embargo, es conveniente ahondar en el tema para rebatir otro argumento que frecuentemente se escucha al respecto. Se dice que convendría reducir las tasas domésticas para equipararlas con las tasas en países desarrollados, ajustadas por riesgo-país, para llevar a un aumento del tipo de cambio.

Este argumento es doblemente errado. En primer lugar, el tipo de cambio real se encuentra en torno a su nivel de equilibrio, y no hay signos de desajustes ni en el frente externo ni en el frente interno. En segundo lugar, frente a la coyuntura actual, una política monetaria más expansiva llevaría en el mediano plazo a una apreciación real de la moneda doméstica, y no a una depreciación como se insinúa, al generar mayor presión de gasto sobre los mercados internos.

El manejo prudente del financiamiento externo y de la política de cuenta de capitales, junto a políticas macroeconómicas coherentes, han permitido una evolución muy favorable de la composición de las acreencias externas hacia Chile, orientada crecientemente hacia capitales de largo plazo y a la inversión extranjera directa. Esta composición del financiamiento internacional asegura la utilización eficiente de ahorro externo y la continuidad del proceso de integración financiera, al minimizar la vulnerabilidad externa del país.

Seguiremos perfeccionando esta apertura en forma gradual y selectiva, evaluando los beneficios y los costos involucrados en cada medida, pero no seguiremos un curso atolondrado en esta sensible materia.

Quisiera señalar que a veces se nos critica por tener un comportamiento excesivamente prudente en este aspecto, y se comparan las restricciones que se mantienen en nuestro país con regímenes aparentemente mucho más liberales que estarían en aplicación en otros países. No hay que caer en confusiones en esta materia; cada país adecua su política de cuenta de capitales en atención a las condiciones de mercado que enfrenta. No se está "más integrado" a la economía internacional por ser más o menos liberal, sino por la cantidad, el costo y la calidad de la transferencia de capitales efectivamente disponible para un país, derivados de la confianza que el resto del mundo deposita en esa economía.

Es más fácil, y, probablemente también más necesario, ser más liberal cuando la percepción internacional de riesgo-país es alta. En esas condiciones el diferencial natural de intereses con el exterior, ajustado por riesgo-país y por expectativas de devaluación, proporciona suficiente espacio para manejar una política monetaria independiente y se evitan los efectos desestabilizadores descritos anteriormente. Sin embargo, sería absurdo concluir que lo deseable es que haya una percepción de riesgo-país más alta, ya que es muy beneficioso contar, como es el caso de Chile en la actualidad, con una amplia disponibilidad de financiamiento externo, a costos reducidos, lo que permite que podamos ser selectivos y sacar el máximo provecho de esos recursos.

Asimismo, sería un error pensar que la economía chilena ha salido casi intacta del reciente episodio de turbulencias financieras sólo por los controles de capitales que aún se mantienen. Las principales fortalezas se encuentran en factores más estructurales, como el alto nivel de ahorro doméstico, el diseño de las políticas fiscal, monetaria, cambiaria y de reservas internacionales, y la disciplina y madurez que los diferentes actores económicos han demostrado frente a los desafíos macroeconómicos que hemos enfrentado a través de los últimos años. Los encajes y las restricciones a la cuenta de capitales que permanecen son importantes en la medida que facilitan la tarea de mantener esta disciplina. Ellos son una pieza más de un engranaje internamente coherente.

IV. Perspectivas macroeconómicas para 1995

Para finalizar, quisiera referirme a la evolución de las principales variables económicas en lo que va corrido del año y las perspectivas para el resto de 1995.

Actividad económica y gasto

Consecuente con el término del proceso de ajuste y la significativa mejoría de los términos del intercambio, los niveles de actividad han mostrado una evolución más dinámica durante el presente año respecto de 1994; conforme a estimaciones preliminares, el PIB durante el primer semestre de 1995 registró un crecimiento en torno al 7% en relación con igual período del año anterior, dinámica que ha estado sustentada tanto por la evolución de la demanda externa como por la interna. En efecto, las exportaciones de bienes y servicios habrían crecido en términos reales 13% y 10% en el primer y segundo trimestre de 1995, mientras que las importaciones de bienes y servicios lo habrían hecho en 22% y 17%, respectivamente. Por lo anterior, se prevé que el crecimiento del gasto, tanto del primer como del segundo trimestre, se sitúe en un valor estimado en torno al 10%. El dinámico crecimiento de la demanda interna se ha visto influido de manera notoria por la recuperación en el nivel de inventarios ocurrida durante dicho período; si descontamos ese efecto, la demanda interna por consumo e inversión habría crecido en el primer semestre en torno al 8%.

Dada la fortaleza de nuestras cuentas externas y el incremento del ingreso nacional, a lo que se ha sumado el descenso de las tasas de interés, se estima que el crecimiento anual del gasto interno debería superar el 8%, mientras que el producto crecería algo menos de 7% en 1995.

El crecimiento económico proyectado para 1995 constituye un excelente desempeño, y marca una franca recuperación del ritmo de incremento de la actividad luego de terminado el proceso de ajuste de la economía chilena iniciado en 1992. Cabe destacar que si bien se ha dado un crecimiento del gasto interno mayor al del producto, aquél ha sido claramente inferior al incremento del ingreso nacional. En efecto, se estima un crecimiento del ingreso nacional disponible de 11%, cifra superior al aumento esperado de la demanda interna. Se estima que el

consumo privado crecerá a una tasa similar a la del gasto global, pero menor a la del ingreso, lo que equivale a un alza del ahorro interno, que se proyecta alcanzará una tasa anual récord en torno al 27% del PIB medido a precios corrientes.

Cuentas externas

Las cuentas externas, por su parte, han mostrado un comportamiento muy favorable durante el primer semestre de este año, con un superávit de balanza comercial y de cuenta corriente de US\$ 1.300 y US\$ 770 millones, respectivamente, cifras que superan en cerca de US\$ 1.000 millones los resultados obtenidos en igual período de 1994. Mientras en el primer semestre de 1994 las exportaciones alcanzaron a US\$ 5.400 millones, en igual período de 1995 registraron cerca de US\$ 8.000 millones, debido a incrementos tanto de los precios como de los volúmenes exportados. Asimismo, debido a la mayor actividad económica y, en alguna medida, a la apreciación real del peso, las importaciones crecieron de US\$ 5.000 millones en el primer semestre de 1994 a US\$ 6.600 millones en igual período de 1995.

La mejoría de términos de intercambio ya comentada se inició en 1994, y ha sido mucho mayor a la esperada. Esto ha llevado al Banco Central a revisar sucesivamente las proyecciones del saldo en la cuenta corriente y en la balanza comercial. Las proyecciones de balanza de pagos para el presente año muestran una situación de abundancia de divisas, predominantemente como resultado de una cuenta corriente que, en lugar de un déficit normal -entendido éste del orden del 3% a 4% del PIB, que se ha planteado el Banco Central-, presentará un equilibrio o un superávit de US\$ 500 millones, aproximadamente 0,8% del PIB. Cabe destacar que este resultado está fuertemente influido por elementos transitorios en los precios internacionales; en efecto, considerando precios internacionales de tendencia, el país registraría un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos en torno a 3% del PIB.

En lo que se refiere a la balanza comercial, las proyecciones más recientes de los volúmenes y precios de nuestras exportaciones e importaciones indican que durante 1995 tendríamos una balanza comercial superavitaria en unos US\$ 2.000 millones, considerando un precio del cobre de 130 centavos de dólar promedio anual.

Inflación

En materia de inflación, transcurridos los primeros siete meses del año la inflación acumulada asciende a 4,6%, lo que se compara favorablemente con el 5,7% acumulado a igual fecha del año pasado. Si bien la inflación en doce meses bajó de 8,9% en diciembre de 1994 a 7,4% en mayo, para luego aumentar a 7,9% en julio, es importante destacar la presencia de elementos puntuales desfavorables que han incidido en este leve repunte. En efecto, diferentes indicadores de la inflación subyacente o de tendencia coinciden en mostrar una continua disminu-

ción del ritmo de crecimiento de los precios a lo largo de este año, partiendo de 9,4% a fines del año pasado y bajando en torno a dos puntos porcentuales hacia el mes de julio. Esto confirma que la reducción de la inflación continúa siendo un fenómeno sostenido y sostenible en el tiempo y permite esperar confiados el cumplimiento de las metas anunciadas por la autoridad en esta materia. Es necesario insistir en este punto, puesto que en el último mes la entrada en vigencia de los impuestos indirectos sobre la gasolina y los cigarrillos han generado cierto grado de incertidumbre al respecto. Tal como lo hemos dicho antes, no se debe extrapolar tendencias a partir de datos mensuales, y eventuales alzas en la cifra de inflación para agosto en nada altera nuestra percepción sobre la marcha de la economía o la posibilidad de cumplir las metas anunciadas.

V. Conclusiones

En la actualidad, Chile se encuentra en una posición privilegiada. Si logramos mantener el ritmo de crecimiento económico de los años recientes, en el mediano plazo podremos convertirnos en una nación desarrollada, y así superar los problemas de pobreza y marginalidad que todavía afectan a sectores de nuestra población. Esta es una oportunidad que no se puede desperdiciar. Pero para seguir obteniendo resultados como los del último quinquenio, debemos continuar perseverando en los mismos principios: disciplina fiscal, equilibrio externo e inflación decreciente. Nuestra experiencia reciente demuestra que no existe un conflicto entre estos principios y el crecimiento económico y, muy por el contrario, estamos convencidos de que ellos se complementan y refuerzan mutuamente. Por ello, para el Banco Central lograr una inflación baja y estable, similar a la de los países industriales, es una tarea prioritaria y parte del esfuerzo global de desarrollo en que se encuentra empeñado nuestro país.

En el curso de los últimos años el Banco Central ha entregado señales claras de compromiso antiinflacionario, y los resultados obtenidos avalan la solidez de sus políticas. Estamos confiados en el cumplimiento de la meta de 8% planteada para la inflación en 1995, y actuaremos con decisión y firmeza para lograr que en 1996 esta variable mantenga la trayectoria descendente que ha mostrado a lo largo del último quinquenio.

PRIMERA SESION:

EUROPA Y LA ECONOMIA MUNDIAL

Exposición del señor Andrew Crockett

ANDREW CROCKETT

Andrew Crockett ha sido Gerente General del Banco de Pagos Internacionales (BIS) desde el 1º de enero de 1994. Anteriormente (1989-1993), fue Director Ejecutivo del Banco de Inglaterra, siendo responsable de los asuntos internacionales. Bajo este cargo, fue miembro del Comité Monetario de la Unión Europea y Gobernador Alterno ante el Fondo Monetario Internacional por el Reino Unido (1989-1993).

Nacido en Glasgow en 1943, el señor Crockett se educó en las universidades de Cambridge y Yale. Comenzó su carrera en el Banco de Inglaterra y entre 1972 y 1989 se desempeñó en el Fondo Monetario Internacional. Su principal área de investigación se refiere a los mercados monetarios, donde ha contribuido con numerosas publicaciones.

Europe and the World Economy

Por Andrew Crockett

I. Introduction

This is a time of important changes in the world economy. Capital markets are being integrated. The barriers that used to separate national markets are breaking down as exchange restrictions are removed. And the distinctions between different types of financial intermediation are being eroded, as new financial instruments are developed that straddle market sectors.

The focus of economic policy objectives is also changing. Industrial countries have become increasingly aware of the importance of medium-term stability, and the difficulties and risks of short-term fine-tuning.

Among the emerging market economies, there is growing recognition of the opportunities presented by closer integration in the world economy. Export-led growth is facilitated, access to foreign sources of saving is enhanced, and the discipline to pursue stability-oriented policies is reinforced. Nevertheless, the potential volatility of the capital flows that accompany integration in world markets presents a challenge. The emerging-market economies need to develop a strategy to deal with this challenge if they are to benefit fully from increased involvement in world capital markets.

Last but not least, mention should be made of the enormous changes taking place in the so-called transition economies – those moving away from central planning towards market-based systems. For these countries, the challenges are not simply macro-economic: structural, social, legal and cultural adjustments are an essential part of the transition process.

These changes taking place in the economic environment and in policy objectives have important implications for the way in which central banks approach their responsibilities. Broadly speaking, central banks have three objectives. First and foremost is the achievement of price stability. This requires an institutional structure for decision-making that helps guard against inflationary tendencies. It

also requires skilful decision-making within such a structure. A second objective is to ensure the stability of institutions and markets, and to protect against the propagation of shocks, whether of internal or external origin. And a third goal is to improve the efficiency of the domestic financial system. In developing economies in particular, this can play a vital role in promoting investment and growth.

Today's seminar provides a timely opportunity to take stock of how central banks are meeting these challenges, with particular focus on the position of the emerging markets. In my comments, I will touch briefly on a few themes that will be taken up in more detail in later contributions:

- short-term prospects in the world economy;
- the medium issues of macro-economic policy;
- the challenge of financial globalisation;
- supervision in a globalised financial system.

I will end my remarks with some observations on certain key problems facing emerging markets.

II. Short-term prospects in the world economy

As far as the industrial countries are concerned, the short-term outlook is reasonably satisfactory. Growth in the United States is likely to rebound from the sluggish pace of the second quarter of 1995, as the effects of inventory corrections are absorbed. With interest rates having fallen back from the high levels reached at the end of 1994 and export prospects benefiting from the lower level of the US dollar, there are good grounds for expecting a resumption of growth in line with the expansion of productive potential. At the same time, inflationary pressures remain subdued, despite relatively high levels of employment and capacity utilisation.

In Europe, too, the outlook is cloudier but still fairly benign in most countries. Fixed investment benefiting from good profits. There is, however, a continuing concern about Europe's ability to maintain its position in more competitive global markets. In some European countries, inflation is a potential problem, especially where exchange rate depreciation has contributed to rising prices for imports. In others, unemployment is troublingly high, and will make it harder for governments to pursue necessary policies of fiscal consolidation.

Only in Japan, among the industrial countries, are there significant questions about growth prospects in the next few years. The central forecast is for a gradual strengthening of recovery, fuelled by a weaker yen and the prospect of some stimulative measures. But there are downside risks. Lack of consumer confidence, and fragility in the banking system mean that special attention will have to be paid to any renewed signs of economic weakness.

Outside the industrial world, the emerging market economies seemed to have weathered quite well the turbulence that accompanied the Mexican crisis of

early 1995. The experience of the past several years suggest that these economies are less dependent than they once were on demand in the industrial countries. Their growth now seems to depend more on the quality of their own macro-economic and structural policies. The economies of East Asia, in particular, have continued to enjoy robust growth throughout the recent recession the industrial world. Indeed the problem in many of these countries (China is the most obvious example) will be to engineer a "soft landing" from growth rates that are probably unsustainably high.

The last group of countries that deserve mention are the transition economies. For the past five years or so, many countries in central Europe and the former Soviet Union have faced declining output and macro-economic instability as they have struggled to dismantle central planning and move to a market economy. At last, however, there are encouraging signs that the corner is being turned. Especially in those countries that have gone furthest in reform, there are clear signs that output declines are coming to an end, and that growth is being resumed.

III. Medium-term issues of economic management

Of more significance than short-term economic prospects are a number of longer-run changes that are taking place in the way policy-makers think about macro-economic policies. Let me highlight five propositions which have by now become quite widely accepted, but were not nearly as obvious even a few years ago.

Medium-term stability is more important than short-term demand management

Experience has shown that fine-tuning does not work very well. Despite progress in econometric models, policy-makers do not have enough knowledge of the behavioural characteristics of economies to confidently predict the consequences of policy actions. The consequences of a particular policy measure depend on the circumstances in which it is undertaken, the confidence with which economic agents believe it will be sustained, and many other factors. Moreover, we have come to understand that many policy actions have their effect only with a long, uncertain and distributed lag. Hence one cannot be sure that a policy action taken today will continue to be appropriate when its full effect is felt. It is now recognised, therefore, that the best service macro-economic policy can render an economy is to provide a stable framework for private sector decision-taking.

Macro-economic policies cannot solve structural problems

Among the key problems facing the industrial countries, unemployment is amongst the most serious. Fundamentally, the growth in unemployment is due to deep-seated structural factors related to inflexibilities in the labour markets, and deficiencies in training for rapid changes in skill requirements caused by technological advance. Expansionary macro-economic policies can provide

superficial short-term relief, but in a longer-term perspective, they cannot raise the rate of unemployment that is compatible with price stability. Indeed, by contributing to a ratcheting up of inflation, expansionary macro-economic policies are likely to make matters worse. They create distortions that discourage job-creating investment, and they eventually lead to the need for macro-economic restraint to rein in inflation.

Large fiscal deficits are bad for growth and stability

Large budget deficits reduce national saving, raise interest rates and thus crowd out the private investment that is the engine of future growth. At the same time, by adding to debt burdens, they limit policy-makers freedom of action in responding to subsequent cyclical deficits. The past two decades have seen a substantial increases in underlying fiscal deficits in industrial countries, and a growth in the level of public debt relative to GDP. This has now reached a stage at which deficit reduction has become a key priority in almost all countries. As we have sometimes seen, debt dynamics can become a troublesome constraint, as when higher interest rates lead to a vicious circle of higher debt service payments, declining confidence in the currency, and still higher interest rates. Fiscal deficits can also have consequences for the balance of payments and the exchange rates. In certain circumstances, for example in the United States in the early 1980s, fiscal deficits can, via higher domestic interest rates, provoke an inflow of foreign savings, leading to exchange rate appreciation and a rising balance-of-payments deficit on current account. However, if the deficit reaches a level which undermines confidence in the sustainability of the exchange rate, the situation can change rapidly, since interest rate differentials may no longer be sufficient to sustain the continued inflow of foreign exchange. To help avoid such problems, industrial countries are aiming at maintaining a low and stable fiscal deficit. Such objectives are, if anything, even more pressing in the emerging market economies.

Monetary policy should be aimed at price stability

Inflation distorts price signals and creates uncertainty. This in turn is likely to lead to higher real interest rates over time. Price stability, on the other hand, will eventually lead to lower real interest rates and thus to higher levels of saving and investment. There is now a greater consensus than has existed for many years that the central focus of monetary policy should be price stability. The attempt to use monetary policy to pursue other goals, for example to promote growth and employment, is now widely acknowledged to be mistaken. While there may be a short-term trade-off between growth and inflation, such a trade-off does not exist in the longer run. Indeed, if a central bank is credibly committed to the pursuit of price stability, this can improve the short-term trade-off between output and inflation. Economic agents are less likely to respond to short-term price shocks by revising their inflationary expectations, and thus creating the need for restrictionary macro-economic policies.

There are no simple rules for setting instruments of monetary policy

If the objective of monetary policy –price stability– has become clearer and more widely accepted, the means of realising it have become more difficult. The various techniques proposed to guide monetary policy decisions have all been shown to have defects. Monetary aggregates are only loosely related to real economic developments in the short run. Presumably this is due in part to the impact of financial innovation in changing the demand for particular monetary aggregates at given levels of real income and interest rates. Nearly all central banks, with the conspicuous exception of the Deutsche Bundesbank, have downgraded the emphasis given to monetary targets. And even the Deutsche Bundesbank has been willing to tolerate departures of money supply growth from targets when there were good reasons to think the relationship was being distorted.

An alternative to monetary aggregates as a guide to monetary policy is the exchange rate. But exchange rate targets have drawbacks of their own, as the experience of certain countries in the European Exchange Rate Mechanism (ERM) has shown. For fixed exchange rates to work, there must not only be convergence of economic performance, and credibility of policy-makers, but an underlying coincidence of economic conditions and objectives.

Faced with the difficulties of using monetary aggregates or the exchange rate as an anchor to policy, a number of countries have begun to target the final objective of policy, that is, the inflation rate itself. These include New Zealand, Finland, Sweden, Canada and the United Kingdom. These countries have found it helpful as a focus for formulating and explaining policy decisions. Nevertheless, it is a policy approach that leaves many difficult operational judgments to be made.

IV. The challenge of financial globalisation

Let me turn now from macro-economic policy to questions affecting the structure of the financial industry and the way it is responding to a changing environment. Three factors have interacted to bring about a fundamental change in the financial landscape over the last two or three decades. Firstly, the ascendancy of the free market philosophy has led to deregulation and the removal of restrictions. Exchange controls have been abolished throughout the industrial world, interest rate ceilings have largely disappeared, administrative controls on credit allocations have been abandoned, and limitations on banks' permitted range of activities have been much reduced. Secondly, technological advances in communications have dramatically lowered the costs of information processing and consequently the transaction costs in the financial industry. Thirdly, product innovation, that is, new financial instruments based on developments in finance theory, have greatly improved risk management possibilities. Derivative instruments, whose outstanding notional value is now in the range of \$ 20 trillion have transformed the process of risk management.

Much has been written about derivative instruments. Some observers have called for restrictions on the development of the market, as a way of preventing

the recurrence of high profile episodes of financial loss, such as Metallgesellschaft, Orange County and Barings. It is still insufficiently appreciated that derivative instruments do not create new elemental risks. What they do is facilitate the disaggregation of complex risks into their constituent elements. This allows economic agents to better understand and price risks, recombining them if desired in new ways. In this way, agents should be better able to manage risk, retaining those risks which they feel adequately equipped and compensated to bear, and passing on to others those risk elements against which they feel the need for protection.

But if new instruments, properly used, do not themselves create new sources of risk, it would be foolish to deny that such instruments, when misused, can contribute to large losses. The task of central banks cannot be to prevent all such losses. It is in any case unrealistic to try to protect economic agents from the consequences of their own lack of judgment or caution. Rather, central banks and banking supervisors need to ensure that the system as a whole is resilient to the shocks which are bound to affect it. It is convenient to consider the concerns created by new instruments under the three headings: micro-prudential risks; macro-prudential risks and macro-economic risks.

Micro-prudential risks

New instruments facilitate leverage. In this way they make it easier to take position and generate losses. Moreover, the inherent complexity of new instruments can make it harder for management to understand the activities of traders. The possibility, and the incentive (given compensation structures) for traders to incur risks that were not intended by firm management has grown.

Protection against these micro-prudential risks (i.e. risks that arise at the level of the individual firm) lies in two main directions: firstly, a disciplined culture of risk monitoring and control; and secondly, maintenance of adequate capital standards. In both areas, greater transparency of risk management can help reinforce the activities of supervisors and the natural self-interest of the firms concerned.

Macro-prudential risks

Macro-prudential risks can be considered to arise through structural features that facilitate the transmission of shocks from individual firms, markets or settlement systems to other parts of the financial system. Such transmission can be generated because of the interconnectedness of claims, meaning that the failure of one institution undermines the liquidity, and possibly even the solvency, of its counterparties. It can also arise from breakdowns in market infrastructure, say because of disruption in the clearing and settlement system; or because endogenously induced sharp fluctuations in asset prices ("one-way" markets) adversely affect a group of institutions simultaneously.

The first line of defence against broader systemic stress is obviously to strengthen the resilience of individual institutions. Supervision has an important

role in this. Beyond supervision, however, more still needs to be done to underpin market infrastructure, for example, by ensuring the robustness of netting arrangements, and improving payments and settlement systems. Greater transparency can help strengthen market discipline by improving the factual basis on which investment decisions are made.

Macro-economic risks

These can be defined as the risk that new instruments and trading practices will lead to asset price volatility that has adverse effects on resource allocation and hence on output and growth. New instruments seem to make it easier for changing perceptions of fundamentals to be reflected in sharp changes in asset prices. Some have raised the question of whether particular trading practices (e.g. programme trading strategies that, in effect, mean that falling prices led to asset sales to curtail losses) exacerbate the natural volatility of financial markets.

It is certainly true that there have been episodes in which sudden changes in market sentiment have led to large price movements, running from the October 1987 stock market crash, through the bond market slide of 1994 to the Mexico crisis earlier this year. It is much less clear, however, whether these episodes of market turbulence can be attributed to the characteristics of new instruments. A more important triggering cause has been changing perceptions of underlying economic conditions. In a number of cases, market conditions have remained stable for extended periods despite gradually changing economic circumstances. Then, when market reactions are triggered, sometimes by an event that is in itself minor, the adjustment can be abrupt. Such "overshooting" has been a feature of foreign exchange markets, as well as of bond markets and equity markets. In the case of emerging markets, it can manifest itself in a sudden reversal of capital flows. In Mexico, for example, large-scale inflows had been generated in the wake of Mexico's structural reforms. The drying-up of these inflows, and the attempt to liquidate existing holdings of Mexican paper led to heavy downward pressure on the peso.

Although events such as the Mexican crisis illustrate the downside of capital market integration, the answer cannot lie simply in administrative restrictions on capital flows. For one thing, they would be unlikely to work very well. Markets have developed ways of evading capital controls on outflows. It is unlikely that administrative restrictions could for long protect a currency from severe downward pressure. But even if it was possible for a country to insulate itself from global capital markets, it is far from clear that this would be desirable. Capital market integration enables a country to tap into external sources of savings. It also acts as a source of discipline that, in the longer term, can be helpful in encouraging the pursuit of appropriate macro-economic policies. To get the benefits of capital market integration, while minimising the risks of disruptive disturbances, countries need to pursue sustainable macro-economic policies, designed to buttress medium-term credibility.

V. Supervision in a globalised financial system

The rapid growth in the use of new financial instruments has brought challenges for bank supervisory authorities, too. Developments have taken place in both the substance and organisation of regulatory arrangements.

Traditionally, supervision has been segmented both geographically (different national regulators) and by market sector (with separate jurisdictions in many countries for banks, securities firms and insurance companies). With the globalisation of finance and the blurring of institutional boundaries, these distinctions have lost relevance. As a result, intensified co-operation is needed, both at the national level between supervisors of different sectors, and at the international level.

Some have suggested the creation of a supranational super regulator. I do not believe this is feasible or, for that matter desirable. The experience of the Basle Committee on Banking Supervision, which has just celebrated its twentieth anniversary, shows that much can be achieved by sensitive co-operation among national regulatory authorities. What is needed now is the extension of this approach, so that equivalent co-operation can be built up among supervisors of non-bank financial institutions, and so that efforts can be made to ensure greater consistency in the approach to regulating different market segments.

The importance of consistency becomes greater as new instruments enable institutions with distinct balance-sheet structures to transform their risk profiles. This process of transformation means that market risk is growing in importance, even though credit risk remains the single most important source of loss. The increased focus on risk management is calling for more sophisticated ways of monitoring and controlling risk. This in turn is helping to highlight legal and operational risks.

For supervisors, therefore, it is becoming more and more important to satisfy themselves that the internal control systems of financial institutions are adequate and appropriate to measure the complex and interrelated risks they now face. Supervisors also need to ensure that capital requirements are appropriate to the new structure of portfolios – not so lax as to run unacceptable risks, nor so tight as to force business into less-regulated and more risky channels.

A final challenge for supervisors is to encourage an adequate degree of transparency. New instruments have tended to make banks' balance sheets less transparent, because of the growing significance of risk-taking (or hedging) that is undertaken off the balance sheet. To redress this balance, it is important to find ways of disclosing firms' appetite for risk and their success in managing it. Time does not permit an extended discussion of this subject here. However, several recent reports, notably those by the BIS' Euro-currency Standing Committee and by the Institute for International Finance, have suggested imaginative ways of strengthening market disclosure. While disclosure cannot fully substitute for regulation, it is a highly valuable means of relieving some of the burden of regulation and activating the internal disciplinary forces of the market.

VI. Issues facing emerging markets

The discussion so far has touched at various points on issues of concern to emerging markets. In this concluding section, it may be useful to deal more specifically with how capital flows can be managed in the interest of those countries which are newly opening their capital markets. Many of these countries have found that economic and financial reform has led to a substantial increase in capital inflows. These flows in turn have contributed to real exchange rate appreciation, which has had beneficial effects on inflation, but less satisfactory consequences for the balance of payments.

This is a dilemma to which there is no easy answer. To focus monetary policy on domestic price stability, by restricting credit creation, leads to pressure for capital inflows that push up the exchange rate and weaken the balance of payments. On the other hand, an attempt to stabilise the exchange rate means that capital inflows add to domestic liquidity and generate inflationary pressures.

It has to be recognised that there is little monetary policy can do, in the medium and longer term to cause the real exchange rate to deviate from the level determined by market forces. Other means must be sought to reduce vulnerability to a reversal of confidence. One such means is to increase the level of domestic savings, both by the public sector (through fiscal consolidation) and by the private sector (by structural measures to strengthen savings incentives). Higher saving can substitute for capital inflows (the mechanism is through lower domestic interest rates) and can also facilitate capital exports (the acquisition of foreign assets, including foreign exchange reserves). There may also be a role to be played by the retention, for a transitional period, of measures designed to limit foreign exchange inflows. This cannot be a permanent solution, for the reasons given earlier, but can in certain circumstances provide a breathing space in the short term.

Volatile capital flows place potential pressures on the domestic financial system. To offset incipient capital outflows, it may be necessary to raise domestic interest rates, perhaps quite sharply. This in turn can cause strains for banks, both because of losses in their holdings of fixed interest assets and because of declines in the value of their loan portfolios as their customers face a more difficult economic environment. The banking system is the interface between capital flows and the domestic economy. If it is not robust enough to withstand substantial increases in interest rates, the danger of foreign exchange crises is greater. In many countries, the banking system has been weakened by a history of government-directed credit allocation and a lack of loan appraisal and risk management skills. It will be important to develop these skills as quickly as possible, and for supervisors to ensure that balance sheets are strong enough to be resilient to the inevitable shocks that will occur.

This will require action on several fronts. Obviously, it is important to have adequate capital in the banking system. Given the uncertainties to which emerging markets are subject, a safe minimum is likely to be higher than the figure that applies in industrial countries. Regulation and supervision have to be applied

independently of government interference, which too often leads to preferential credits for public sector entities and a failure to recognise impaired assets.

Another important contribution to strengthening financial systems can be made by fuller disclosure (as indeed is being done here in Chile). Greater transparency improves the basis for private sector decision-making and should therefore be accompanied by measures that ensure that bank management and shareholder bear the primary costs for errors of judgment. Last but not least, in many cases the root cause of fragile banking systems is to be found in the deficits of regional authorities and state enterprises. These have to be tackled to achieve a desirable improvement in the banking system.

SEGUNDA SESION:

**DIFICULTADES DE LOS
MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES:
IMPACTO SOBRE ECONOMIAS PEQUEÑAS Y ABIERTAS**

Exposición del señor Roque Fernández

ROQUE FERNANDEZ

Roque Fernández ha sido Presidente del Banco Central de la República de Argentina desde 1991, habiendo ocupado anteriormente los cargos de Vicepresidente y Director de la misma institución. Desde 1978 es profesor en el Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina, habiéndose desempeñado como Director de Investigaciones (1978-1980) y Director Gerente (1980-1984) de dicho centro. Es además miembro del Consejo Académico de la Universidad de San Andrés, Buenos Aires, desde 1988 y Consultor del Banco Mundial desde 1981. Se ha desempeñado como profesor en diversas universidades de América Latina y Estados Unidos.

Nacido en Argentina en 1947, el señor Fernández es Ph. D. en Economía de la Universidad de Chicago y Doctor de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Córdoba, Argentina. Ha realizado numerosas publicaciones y ponencias en diversos temas monetarios y financieros.

Dificultades de los Mercados Financieros Internacionales: Impacto sobre Economías Pequeñas y Abiertas

Por Roque Fernández

Es para mí muy grato estar nuevamente en Chile, especialmente debido a que estuve viviendo en este país durante dos años durante los cuales me desempeñé como profesor en la Universidad Católica de Chile y como economista en la CEPAL. Con posterioridad, desde 1976, he visitado Chile en forma muy esporádica, y por cierto que se nota un cambio verdaderamente impactante.

Lo logrado es muy importante, y el hecho de que hoy se celebren 70 años del Banco Central de Chile nos hace pensar en lo que pasaba antes en esta región. Todos los países de la zona tenemos aproximadamente la misma fecha de independencia nacional y, desde principios del siglo pasado, hasta la década del 20 ó del 30, cuando aparecen los bancos centrales, teníamos una serie de instituciones que de alguna manera cumplían el rol de institución monetaria. Estas fueron cambiando con el tiempo, y por diferentes caminos y motivos se fue logrando lo que actualmente son los bancos centrales. En el caso de Argentina, por ejemplo, el Banco Central cumplió 60 años en 1995, por lo que el Banco Central de Chile tiene casi 10 años más de antigüedad, lo cual significa que el esquema anterior que tenía Chile colapsó unos 10 años antes que el de Argentina. Esto quiere decir simplemente que la creación de los bancos centrales fue influenciada por los vaivenes políticos que fueron aconteciendo en los diferentes países.

En el caso de la Argentina, desde fines del siglo pasado hasta aproximadamente 1935, funcionó una Caja de Conversión no muy diferente al Sistema de Conversión que se instaura en Argentina en 1991, con la diferencia de que la política que se instrumentalizó en el Banco Central desde 1991 está acompañada por el importante rol que desempeña la Superintendencia Bancaria. Este tipo de institución no existía hacia fines del siglo pasado o principios de este siglo.

A continuación, analizaremos cómo ha sido la experiencia argentina. En primer lugar, describiremos cuáles fueron los episodios que ocurrieron desde fi-

nes de 1994 hasta el presente. Posteriormente, en la Mesa Redonda, expondremos la forma de cómo vemos el futuro, y cómo podemos extraer algunas lecciones de la experiencia que hemos vivido en los últimos meses.

El contexto económico en el cual se encontraba la economía argentina en 1994 era muy favorable. El producto bruto crecía 7,7% anual. Lo venía haciendo a esa tasa durante varios años consecutivamente. La tasa de inflación minorista apenas superaba el 3%, la de inflación mayorista el 5%, la inversión crecía a 18,8% y las exportaciones a 14,8% anual, el sector público tenía un resultado presupuestario equilibrado y los depósitos del sistema financiero habían crecido 17,5% anual. La tasa de interés se mantenía bastante estable, a pesar de que durante el año 1994 se produjeron una serie de fluctuaciones en los niveles de tasas internacionales, y, si tenemos en cuenta la situación de Argentina hacia fines del año pasado, la tasa interbancaria, es decir, la tasa que se cobran los Bancos entre sí para operar en el mercado interfinanciero, no era diferente a la de Londres o New York. En el mercado de call, Argentina operaba al 5% ó 6%. Por supuesto que las tasas de interés para el sector privado eran significativamente más elevadas, lo que es un reflejo de una serie de problemas de riesgo crediticio y de distorsiones en el resto de la economía que todavía no han podido subsanarse. Pero en aquellos mercados donde las distorsiones eran mínimas, donde no existía ningún tipo de regulación que los hicieran diferentes al resto del mundo, la tasa de interés de Argentina era igual a la del resto de los países.

Cuando se produjo la crisis de fines del año pasado, que se originó con la devaluación en México, la situación de todos los países de América Latina empezó a ser cuestionada. En particular, Argentina era considerada la siguiente pieza del dominó ante la pregunta de si la situación de México iba a ser un caso aislado o bien, detrás de México, iban a caer otros países del área o de América Latina. Prácticamente todos los ojos se concentraron en Argentina. Se pensaba que si verdaderamente se producía el efecto dominó, Argentina sería la primera en caer.

¿La pregunta es por qué la economía argentina fue la primera en ser sometida a una prueba tan estricta? Yo creo que hay una serie de argumentos que los inversionistas institucionales extranjeros tuvieron en cuenta y muchos de ellos muy razonables. Argentina era un país que había estado en una situación de hiperinflación pocos años atrás, en 1989 y 1990. Es decir, sólo 4 años antes había tenido un desorden monetario de gran envergadura. Adicionalmente, había sido un país que si bien puso su sistema monetario relativamente en orden y consiguió mostrar resultados monetarios importantes en lo que se refiere a la lucha contra la inflación, se dudaba sobre la sostenibilidad fiscal del programa del Gobierno. Tengamos en cuenta que hubo transformaciones importantes en la parte impositiva, y se dudaba sobre la posibilidad de que la mejora en la administración tributaria pudiese tener resultados perdurables. Siempre existía el temor de que recrudeciera el problema de los déficit fiscales.

Después de haber transcurrido un período de fuertes privatizaciones, muchos analistas interpretaron que los resultados fiscales obtenidos durante los primeros años de la década del noventa fueron debidos a los recursos obtenidos a través de la venta de activos del sector público, pero una vez vendidas las "joyas de la abuela", no se sabía qué iba a pasar con la situación fiscal. Esas eran las

dudas a fines de 1994, y el fuerte ataque que hubo sobre Argentina estuvo condicionado y argumentado en esos términos. También se decía que una política de tipo de cambio fijo, como es la convertibilidad en Argentina, por la experiencia europea y de otros países, había mostrado que no era sostenible, que tarde o temprano se tenía que devaluar. Este argumento se basaba en que una política de esa naturaleza producía cierta apreciación del tipo de cambio que, eventualmente, terminaba en una gran depreciación de la moneda.

En realidad, esos fueron los factores que generaron momentos bastante difíciles para la economía Argentina. Hubo varias etapas en este proceso. En la primera, desde el 20 de diciembre, con la devaluación de México, hasta fines de febrero, se observó un traspaso de depósitos de moneda nacional a moneda extranjera. Debemos tener en cuenta que Argentina no tiene ningún tipo de restricción a los movimientos de capitales o de operaciones con monedas. Es posible hacer un depósito a plazo fijo o en caja de ahorro en pesos, en dólares, en francos o en yenes, y es posible emitir cheques en cualquier moneda. Esta posibilidad de sustitución entre monedas es totalmente libre. La primera duda que existió fue sobre la sostenibilidad del tipo de cambio, lo que se deduce de la sustitución de depósitos en pesos a depósitos en moneda extranjera. También hubo un importante cambio en la calidad o en la composición de portafolios hacia papeles de mejor calidad en desmedro de papeles de más dudosa reputación.

La segunda etapa va desde fines de febrero a fines de marzo, oportunidad en la cual ya se había producido una generalización de la crisis, con un retiro neto de depósitos del sistema. Marzo fue el mes donde sin lugar a dudas el problema fue de naturaleza sistémica.

Hubo una tercera etapa, que fue desde abril hasta la elección presidencial del 14 de mayo, donde se detiene la corrida sobre los depósitos y también sobre la sustitución de moneda nacional por moneda extranjera. A partir del 15 de mayo se revirtió la crisis y empezaron a crecer los depósitos, y también se produce una sustitución a la inversa, es decir, empiezan a aumentar los depósitos en pesos más rápidamente que los depósitos en dólares.

Vamos a analizar estas etapas más detenidamente. En el comienzo de la crisis financiera, que se inicia con el 15%, aproximadamente, de modificación en el techo de la banda de intervención que tiene el Banco de México, hubo efectos inmediatos sobre los mercados financieros y en particular en el de Argentina. Esto se observa en todos los Bonos Brady que tuvieron una muy fuerte caída. Los FRB (floating rate bonds) cayeron 28%; los Par cayeron 27%; el índice Merval de la bolsa bajó 27%, y otro indicador bursátil, el Burcap, cayó 20%. Los retiros de depósitos del sistema financiero fueron por \$ 1.354 millones (3% del total) entre el 20 y 31 de diciembre, fundamentalmente de grandes depositantes en Bancos mayoristas. Los Bancos mayoristas en Argentina son algo parecido a lo que generalmente se conoce como "Bancos de Inversión". Solamente captan grandes depósitos y no tienen cuentas corrientes o a plazos fijos del pequeño público, sino más bien mueven grandes sumas de dinero. Estos fueron los primeros en sufrir la corrida. Fue entonces cuando se produjo la suspensión del Banco

Extrader, un banco con una fuerte exposición en títulos públicos, los que, como se mencionara anteriormente, cayeron entre 27% y 28% inmediatamente después de la devaluación de México.

El Banco Central también efectuó operaciones de mercado abierto a través de la compra y venta de títulos públicos llamados "Pases". Las mismas tienen el rol de poner una amplia banda a la tasa de interés, es decir, cuando la tasa de interés tiende a caer bajo los niveles internacionales, para que un banco no tenga que incurrir en los costos de transacción de comprar una transferencia y depositarla en New York, en Londres, o en otro país, el Banco Central lo toma a una tasa que es menor que la tasa de los mercados internacionales y coloca ese dinero en el exterior. Adicionalmente, el BCRA tiene una tasa de intervención muy alta, en aquel momento de alrededor de 15%. El Banco Central inyecta liquidez a la economía a esta tasa, con garantía de títulos públicos que cotizan en mercados secundarios. Pero evidentemente, en una corrida de la naturaleza de la que teníamos, retiramos este techo de intervención y la tasa de interés no tuvo límites para subir. Normalmente la tasa de interés tiene un límite al cual el Banco Central interviene e inyecta liquidez por factores estacionales, pero ante una corrida sistémica retiramos las operaciones de "pases", con lo cual la tasa tuvo la posibilidad de subir todo lo que hiciera falta para equilibrar los mercados. Simultáneamente se redujeron las tasas de encajes. El Banco Central de la Argentina tenía encajes bastantes altos, para los depósitos a la vista, los que redujo desde 43% a 33%. Los encajes sobre los depósitos a plazo no eran tan altos. Eran de 3% y disminuyeron a 1%.

El proceso de cambio de portafolio, continuó durante todo el periodo de enero y febrero, y aquella pérdida que se concentraba en los bancos mayoristas empezó a impactar a bancos cooperativos del interior, a bancos privados chicos, produciéndose una sustitución hacia la banca oficial y hacia bancos grandes o extranjeros. También continuó el traspaso de moneda nacional a moneda extranjera. Los depósitos de no residentes, es decir, cuentas abiertas por no residentes en el país, cayeron 600 millones de dólares con respecto al total de diciembre.

En lugar de obstaculizar estos cambios de portafolio lo que el Banco Central hizo fue mostrar una posición totalmente diferente: facilitó la reasignación de cartera. Tradicionalmente, cuando el público compraba dólares al Banco Central y se perdían reservas, se ponía un control de cambio, se prohibía comprar dólares o se imponían una serie de restricciones. Esta vez el Banco Central facilitó las operaciones, o sea, si el público quería dólares se los otorgaba. Ayudamos a que hicieran todo el cambio de portafolio que quisieran. Todos los encajes que estaban en el Banco Central por cuentas de depósitos en pesos los cambiamos directamente a moneda extranjera, les dijimos "señores, no tienen por qué venir a pedir que les cambiemos". Además, hicimos una reducción de encajes, es decir, les dijimos "no sólo ponemos los encajes en dólares, sino que si necesitan llevarse una parte, llévenselos". Por supuesto, esto significó una pérdida de reservas importante. A los Bancos que tenían dificultades por iliquidez, les dimos una asistencia limitada porque solamente podíamos hacerlo en base a las reservas excedentes que tenía el Banco Central.

En este proceso se perdieron unos tres mil millones de dólares de las reservas internacionales. A pesar de ello la desconfianza continuó. También se acordó una red de seguridad, que consistió en llamar a los principales bancos de Argentina para ver cómo se podría recircular el dinero, porque salía de bancos chicos o de bancos cooperativos y se depositaba en bancos grandes, con lo que se acumulaba en estos últimos un exceso de liquidez. Esta, en realidad, fue una experiencia frustrada, la menciono principalmente con la finalidad de aprender de la crisis. La idea era ver si podíamos, junto con la liquidez de los bancos que ganaban depósitos, traspasarles la cartera activa de los bancos que los perdían, es decir, transferir las prendas y las hipotecas que estaban en los bancos chicos. Así, si se movían los pasivos se moverían también los activos hacia los bancos grandes.

El problema es que eso no funciona en las crisis sistémicas. Resulta muy razonable que los bancos que se hacen de la liquidez tengan pánico de que la corrida los afecte también a ellos y prefieran mantener una posición líquida y no deseen comprar cartera de otros bancos. Por lo tanto aquello fue un intento que voluntariamente no funcionó, y por ello aplicamos una medida coercitiva: creamos una red de seguridad para redistribuir esos recursos líquidos mediante redescuentos por iliquidez. Esa fue una operación de 800 millones de dólares, que fundamentalmente se utilizaron para comprar cartera activa a los bancos pequeños que estaban teniendo corridas, y quienes proveyeron esos recursos fueron, principalmente, los bancos grandes que habían atesorado liquidez durante enero y febrero.

El problema más grave de una crisis sistémica es que, más allá de todos los esfuerzos que pueda hacer el Banco Central o las autoridades económicas con el fin de dar tranquilidad, si la prensa no trata también de tranquilizar los ánimos, es muy difícil restablecer la calma. En este sentido, la prensa no colaboró, tuvo más bien una actitud sensacionalista. Cada vez que había un problema con un banco lo ponían en titulares, y cualquier tipo de declaración la publicaban, exagerándola en forma notable. Tengamos en cuenta que Argentina es un país que tuvo una crisis financiera durante los años ochenta como la tuvieron todos los países del área o gran parte de ellos. Argentina tenía 800 entidades financieras hacia 1980, y a 1990, o sea 10 años más tarde, quedaban solamente 200. Esto significa que se liquidaron en una década, 600 entidades. Por lo tanto, en la memoria de los argentinos la liquidación de un banco no es una cosa muy extraña o muy esotérica. Ellos han vivido estas crisis durante una década. Muchos han tenido dificultades en recuperar sus depósitos. Con ello, los titulares de prensa diciendo que se estaban cayendo todos los bancos, o las declaraciones fuera de contexto, incentivaban la corrida sobre los bancos, lo cual hacía mucho más grave la situación. Pero a fines de febrero el problema fue tan intenso que la propia prensa se asustó y comenzó a moderar el tono sensacionalista.

No obstante esto, ocurre un recrudecimiento del retiro de depósitos. Ello hizo necesaria la modificación de la Carta Orgánica del Banco Central. La razón fue que la asistencia por iliquidez que se daba estaba muy restringida a periodos cortos, de 30 días, y de 60 días en el más largo de los casos, y ya habían trans-

currido los 60 días, la crisis no había terminado, y todas las entidades financieras que habían recibido asistencia por liquidez quedaban en situación irregular. El Congreso actuó rápidamente, ese fue otro de los elementos que debemos ponderar, y permitió modificar la Carta Orgánica mediante una ley que fue sacada prácticamente en una semana. Mediante esa ley se flexibilizaron los plazos y también algunos elementos muy rígidos sobre el accionar del Banco Central con respecto a la liquidación de entidades financieras.

Hasta ese momento, hacia fines de febrero, solamente se habían suspendido dos entidades financieras. El tiempo establecido legalmente era insuficiente para ordenar el mecanismo de pasar de la suspensión a la liquidación y quiebra. Por lo tanto, se obtuvo flexibilidad en el marco normativo para tomar un poco más de tiempo y asimismo facilitar lo que después pasó a ser algo muy importante, que fue la posibilidad de transferir activos y pasivos de un fondo de comercio sin tener que pasar por el proceso bastante tortuoso de la intervención judicial, la liquidación y posteriormente la quiebra. Esto permitió flexibilizar transferencias de activos, lo cual ayudó a manejar el caso de las suspensiones de entidades en forma mucho más ágil.

Hacia fines de febrero se complicó la situación de algunas empresas que habían colocado obligaciones negociables en mercados internacionales, como los casos de Alto Paraná y Zanella. Cuando se produjo la corrida, a estas empresas que habían hecho programas financieros emitiendo una obligación negociable con la posibilidad de refinanciar parte al vencimiento, por efecto de la corrida les fue prácticamente imposible acceder a cualquier refinanciamiento, y estas obligaciones negociables estuvieron al borde de no ser pagadas. El Banco de la Nación tuvo que asistir a algunas de estas empresas para poder lograr algún acuerdo con respecto a la refinanciación de estas obligaciones negociables.

En marzo, como había mencionado, ya la crisis era total. No solamente tenían corrida los pequeños bancos cooperativos del interior o pequeños bancos de poca marca, sino también todos los bancos extranjeros y los grandes bancos nacionales. Todos perdían depósitos en forma bastante importante. Y no era porque se dudase de la solvencia, sino que ante la anticipación de que la corrida era bastante generalizada, existía la expectativa de que el Gobierno iba a tomar alguna medida como, por ejemplo, reprogramar los depósitos, o alguna medida generalizada que afectara los derechos de propiedad de la gente.

En ese momento, salimos a hacer declaraciones explicando que si quebraban los bancos el problema era de los bancos y no del Gobierno, que éste no iba a intervenir en la relación que tiene un banco con sus depositantes, y que al Banco Central le quedaban doscientos millones de dólares de reservas excedentes y sólo iba a dar asistencia por liquidez por los doscientos millones que le quedaban. Esto puso muy nerviosos a todos los bancos.

Una de las cosas difíciles de lograr cuando se modificó la Carta Orgánica del Banco Central hacia el año 1992, fue que los bancos, por sí mismos, establecieran una red de seguridad, un esquema privado de garantía de depósitos. La

experiencia argentina con la garantía de depósitos había sido nefasta. Argentina perdió el equivalente al valor de un Producto Bruto salvando a bancos durante toda la década del ochenta y de ninguna manera el Congreso Nacional iba a estar dispuesto, ni tampoco políticamente el Poder Ejecutivo, a salir al rescate de los bancos.

Esto permitió que se gestara cierto tipo de consenso durante la crisis entre los bancos para crear un Instituto Privado de Garantía de Depósitos, que de hecho se constituyó. Por supuesto que se necesitó una Ley para hacer compulsivo el aporte al fondo privado, porque de lo contrario algunas entidades pueden actuar como "free-rider". Eso dio lugar a que se pusiera en marcha este mecanismo, que tuvo efecto a pesar de que lo único que se hizo fue anunciarlo, porque no se alcanzaron a recaudar fondos. Esto paró la corrida sobre los bancos chicos. Pero para ilustrar la severidad de la situación en marzo, los depósitos del sistema cayeron \$ 4.200 millones en ese mes, la tasa de interés Prime (que en Argentina era casi igual a la internacional de las empresas de primera línea) llegó a 48,7% en pesos y 33,4% en dólares. Les recuerdo que afirmé que permitiríamos que la tasa subiera todo lo que tenía que subir para equilibrar los mercados, y de hecho fue así. El crédito bancario al sector privado se contrajo en \$ 1.384 millones y la cantidad de dinero medida como M3 sufrió una caída de \$ 4.300 millones, aproximadamente 8,4%. Las reservas internacionales se redujeron en US\$ 2.880 millones.

El Banco Central manejó ciertos redescuentos dentro de los excedentes de reservas que tenía y atendió a los bancos con ciertos límites. En los momentos críticos de la crisis, uno de los elementos importantes fue la reapertura de relaciones con el FMI. En realidad, no se habían cortado relaciones con este organismo, sino que se había dejado de utilizar un desembolso hacia fines del año 1994. Esto permitió hacer uso de ese desembolso. También se fortaleció el programa con una serie de medidas fiscales, como por ejemplo, el aumento del Impuesto al Valor Agregado de 18% a 21% y se eliminaron una serie de desgravaciones sobre impuestos a las ganancias y sobre el IVA. También se hizo un programa de reducción del gasto público de alrededor de mil millones de dólares y se crearon dos fondos fiduciarios, uno por \$ 2.200 millones para atender a la capitalización de la banca privada y otro por \$ 2.600 millones para la privatización de los bancos provinciales.

Fue muy difícil lograr un saneamiento de los bancos que estaban en proceso de privatización, por razones políticas y por razones operativas entre otras. Estos tenían dificultades desde bastante tiempo antes y la siguen teniendo en este momento. Hay un programa del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo para facilitar la transferencia de estos bancos al sector privado.

El fondo fiduciario del sector privado, de \$ 2.200 millones, se creó con una suscripción de un bono especial a efectos de facilitar fusiones, absorciones o transferencias de paquetes accionarios de las entidades financieras que habían sufrido con mayor intensidad la crisis a otras entidades más solventes. Este instrumento ante una crisis sistémica tampoco contribuyó efectivamente desde el

punto de vista operativo, aunque sí tuvo efecto por el lado de las expectativas. Si hoy tenemos en cuenta que la crisis ha pasado, el fondo fiduciario para el sector privado no ha logrado desembolsar más de \$ 200 millones y va a ser difícil que se puedan agotar los \$ 2.200 millones originalmente asignados.

Como si fuese poco el problema de la prensa y de las expectativas negativas vigentes en ese momento, hacia fines de marzo, comenzaron a circular encuestas con la probabilidad de que el Gobierno perdiera la posibilidad de ser reelecto en primera vuelta y se abriera una segunda en la cual podría ganar las elecciones alguien que cambiara todo el programa económico. Eso produjo una gran incertidumbre política y respecto de la continuidad del Plan Económico. Si bien el oficialismo iba adelante en todas las encuestas, el hecho de que no pudiera superar por un margen significativo al segundo, obligaba a una segunda ronda, y la posibilidad de que una coalición entre los dos partidos de la oposición dominara al Partido gobernante tenía una probabilidad importante.

Esto hizo bastante difícil el manejo previo al período electoral, teniendo en cuenta el cúmulo de circunstancias que se verificaron: primero, el efecto dominó, diciendo "bueno, detrás de un país vienen otros" y el país que seguía era Argentina por ciertas dudas en su parte fiscal y por estar en un año de elecciones, dado que se supone que en un período electoral es muy difícil que el Gobierno esté dispuesto a tomar medidas drásticas, como por ejemplo, dejar que caigan los bancos. Todos estos elementos dieron lugar a la peor corrida bancaria que tuvo Argentina en toda su historia, porque hacia 1980 se había producido otro tipo de fenómeno. Lo de 1980, que fue casualmente lo que provocó la crisis de Baring-Brothers, fue la típica crisis desarrollista donde quien se endeuda es el Estado, emite mucha deuda pública y después no puede pagarla. Tuvimos varias crisis de este tipo durante todo el presente siglo. En cambio, la de 1995 fue una crisis donde, a diferencia de las anteriores o a diferencia del caso de México, el Gobierno argentino no tenía una deuda vencida o por vencer y que necesitara un refinanciamiento inmediato. Era más bien el sistema bancario privado el que estaba en dificultades. Por supuesto que existía deuda pública, pero con vencimientos distribuidos en el tiempo, no en el corto plazo como para que se temiera sobre el cumplimiento del servicio de la deuda. Lo que verdaderamente dominó fue el pánico sobre la posibilidad de quiebra del sistema financiero.

A partir de mayo desapareció la incertidumbre política cuando se efectuaron las elecciones y ganó el oficialismo. Inmediatamente los depósitos comenzaron a crecer, aproximadamente \$ 1.800 millones en la segunda quincena de mayo y \$ 631 millones durante junio. El diferencial de las tasas, que habían subido al 40%, empezó a disminuir en forma significativa. El crédito aún no aparecía, porque evidentemente lo primero que hicieron los bancos fue reconstituir sus encajes técnicos, su liquidez. Es importante que el crédito no se afectó significativamente durante la crisis, si bien es cierto que éste no cayó, no lo hizo tanto como los depósitos. Las tasas de interés subieron, pero sin acompañar al mercado de call, aquél en el cual la tasa se incrementó a 43%. La tasa de interés para empresas, si bien subió, lo hizo a niveles que pudieron haber estado entre 20% ó 25%.

A fines de julio los depósitos comenzaron a retornar al sistema. Prácticamente, de los \$ 8.000 millones que se perdieron, a fines de julio o mediados de agosto, ya habían retornado \$ 5.000 millones. La tasa interbancaria hoy ya está otra vez a 6%, aunque el mercado está algo segmentado, lo que refleja el restablecimiento de la liquidez y la normalización gradual del sistema de pagos. Como consecuencia del problema sistémico, se terminó retirando la autorización para funcionar con liquidación y quiebra de solamente tres entidades de las 200 que estaban en vigencia al principio de la crisis, y hubo fusión y absorción de 54 entidades que se convirtieron en 18, fundamentalmente en la banca cooperativa. La banca cooperativa es otro elemento para tener en cuenta. Es muchísimo más difícil fusionar bancos no cooperativos que bancos cooperativos, ya que elementos de solidaridad que no son estrictamente capitalistas propios de este grupo de bancos facilitó que se pusieran de acuerdo y que se logaran fusiones de banca cooperativa.

Como conclusión, yo diría que la pérdida de depósitos y el alza en las tasas de interés que tuvimos durante todo el período hizo que los activos del sistema solamente cayeran en 0,7% entre diciembre y abril. Recordemos que en mayo hubo elecciones y se revirtió la crisis, la rentabilidad del sistema se deterioró, pero con la recuperación de la paridad de los títulos públicos esta rentabilidad tendió a mejorar después de las elecciones de mayo. La calidad de la cartera comercial, que es la que se deterioró, recibió un impacto, pero aún la cartera irregular en el Sistema Financiero argentino se mantiene por debajo de un tercio de los requisitos de capitales mínimos que, de por sí, son bastante altos, con lo cual la solvencia del Sistema es lo suficientemente adecuada y el capital de los Bancos todavía es importante. A pesar de que el requisito de capitales de Argentina supera en 50% al de Basilea, los bancos de por sí están por arriba del requisito de capital exigido.

Como síntesis, refiriéndome a alguno de los temas que conforman esta reunión, los elementos más importantes que ayudaron a manejar esta crisis fueron los niveles de encajes altos que impuso el Banco Central, gracias a los cuales en el momento que se necesitó la liquidez estuvo disponible, y también los capitales mínimos altos, que hicieron que sobre un grupo muy importante de entidades del sistema nunca se tuviese alguna duda con respecto a la solvencia. Esto por sí solo no hubiese bastado, creo que algún rol de prestamista de última instancia es necesario, que el Banco Central preveía en su Carta Orgánica en forma bastante limitada y usó. Creo que si hubiese mayor margen para actuar como prestamista de última instancia, también lo hubiésemos usado, aunque me parece que tener agotadas las posibilidades de intervención del Banco Central facilita que aparezcan otras soluciones que no sean siempre que el Estado ponga dinero. Muchas de las soluciones que aparecieron fueron consecuencia directa de que las salidas fáciles estaban vedadas, que había que hacer esfuerzos adicionales para poder superar la crisis.

De esta manera, creo que hoy en día Argentina, con un sistema financiero de aproximadamente 170 entidades, los que superaron esta crisis dan un plafón muy importante para el desarrollo del sistema financiero en el futuro, complemen-

tándose con el Mercado de Capitales que, por supuesto, es donde todavía Argentina tiene mucho por transitar. Creo que una de las expectativas favorables que tenemos se basan en haber observado la experiencia de Chile, de cómo consiguiera desarrollar su mercado de capitales con el desarrollo de los Fondos de Pension. Esto, Argentina lo comienza muchísimo más tarde que Chile, pero creemos que va a tener el mismo impacto. Ello va a significar un estímulo mayor para el ahorro y para un fondeo con recursos propios lo que, sin lugar a dudas, va a afectar el crecimiento económico en el futuro en forma bastante favorable.

TERCERA SESION:

**LA CUENTA DE CAPITAL DURANTE UN
PROCESO DE LIBERALIZACION ECONOMICA**

Exposición del señor Miguel Urrutia

MIGUEL URRUTIA MONTOYA

Miguel Urrutia ha sido Gerente General del Banco de la República de Colombia desde 1993. Desde 1991 se desempeñó como Director de la misma institución y, anteriormente, fue Director Ejecutivo de Fedesarrollo (1989-1991). Fue, además, Gerente del Departamento de Desarrollo Económico y Social del Banco Interamericano de Desarrollo, en Washington, entre 1985 y 1989 y Vice-rector de Estudios de Desarrollo en la Universidad de Naciones Unidas, en Tokio, Japón (1981-1985). Se ha desempeñado como docente en diversas universidades de Bogotá y ha realizado numerosas publicaciones relativas al mercado laboral, la distribución del ingreso y el desarrollo económico colombiano.

Nacido en Bogotá en 1939, el señor Urrutia realizó sus estudios de Licenciado (B.A.) Magna Cum Laude en la Universidad de Harvard y el M.A. y Ph.D. en Economía en la Universidad de California, Berkeley.

La Cuenta de Capital durante un Proceso de Liberalización Económica

Por Miguel Urrutia

Introducción

Parecería lógico que dentro de los procesos de reforma económica que se han llevado a cabo en América Latina, y que incluyen la liberalización del comercio internacional, la liberalización de la inversión extranjera, la liberalización de los precios administrados y de las tasas de interés, se liberalizaran también los movimientos en la cuenta de capital de la balanza de pagos. En esta presentación me propongo justificar el mantenimiento de algunos controles a los flujos de capital en una economía que está haciendo la transición desde el proteccionismo y mercados financieros reprimidos hacia una economía con libre comercio, libertad de precios y un sector financiero libre y competitivo.

Las condiciones iniciales

La larga historia de procesos de liberalización frustrados en América Latina enseñó que la liberalización comercial no se puede iniciar sin previamente haber eliminado el retraso cambiario. Dicho propósito no es sostenible si se inicia en una situación en que la tasa de cambio esta sobrevaluada. En el caso colombiano, dos intentos de liberalización comercial, en 1965/1982 - 82, se reversaron debido a aumentos no financiados en el déficit en cuenta corriente.

En el cono sur, anteriores esquemas de liberalización también se reversaron al generar crisis cambiarias.

Estas experiencias determinaron que las reformas estructurales en los años noventa se iniciaron una vez que se eliminó el retraso cambiario. Es más, en varios países se produjo un sobreajuste cambiario antes de la liberación del comercio. El proceso de reforma se inicia entonces con una tasa de cambio subvaluada, y es lógico, por lo tanto, esperar un proceso posterior de revaluación.

Efectos de las reformas sobre la tasa de cambio

Las reformas en Chile, México, Colombia y Perú, además de la liberación comercial, incluyen apertura a la inversión extranjera, liberalización del sistema financiero, y privatizaciones. Todos los elementos del programa de reforma tienden a aumentar los flujos de capital hacia el país reformador, y al mismo tiempo a aumentar el nivel de endeudamiento externo.

El resultado es una presión hacia la revaluación de la tasa de cambio y un aumento en el peso de la deuda externa. Ambos fenómenos pueden poner en peligro el programa de liberalización. Mitigar ese peligro justifica el establecimiento de algunas barreras al libre flujo de capitales.

Liberación del comercio y deuda externa

En países en que ha existido un régimen proteccionista por un período largo, la liberación comercial genera una bonanza temporal en las importaciones y el consumo. La reducción de aranceles aumenta fuertemente la demanda de importación de bienes de consumo durable, y en particular de automóviles. No sólo hay suministro de bienes cuya importación antes estaba prohibida, sino que los bienes de consumo durable tienen fuertes disminuciones en precios. En el caso de ciertos automóviles, los aranceles pueden pasar de 300% a 35%, como ocurrió en Colombia. El resultado es un aumento grande en las importaciones, pero también en la deuda externa, pues los proveedores financian la importación de esos bienes durables. Así, durante unos años, aumenta la importación pero no la demanda por divisas para pagar esas importaciones. Esto puede llevar a un ciclo de revaluación-devaluación de la tasa de cambio.

Ese fenómeno se acentúa por el efecto de las reformas sobre la preferencia de los nacionales a tener parte de su portafolio en activos externos. Al bajar los precios de los bienes importados, muchos nacionales liquidan parte de su portafolio en moneda extranjera para comprar bienes durables (1), generando entonces sumas cuantiosas de repatriación de capitales. Otro incentivo para repatriar capitales en la primera parte de la década de los noventa fueron las bajas tasas de interés en los Estados Unidos. Dicho estímulo se fortaleció aún más por la tendencia a la revaluación de las monedas nacionales, lo cual aumentó el diferencial entre la tasa de interés equivalente en el país con relación a la de Estados Unidos si se medía en términos de dólares a la tasa de cambio de mercado.

El proceso de revaluación generó la repatriación de capitales, y la inversión extranjera facilitó la revaluación. Los países eliminaron las trabas a la inversión extranjera (esto fue muy significativo en el caso de los países del Grupo Andino), y ésta también aumentó debido a los procesos de privatización en los cuales la inversión extranjera directa y el crédito externo a compradores nacionales juga-

(1) Este incentivo es particularmente fuerte si se cree que la liberalización comercial puede reversarse. En América Latina la historia favorecía esa hipótesis a comienzos de los años noventa.

ron un papel muy importante. Se produjo entonces un aumento en la oferta de divisas que tiende a revaluar la tasa de cambio debido a las privatizaciones y a la liberación de la entrada de inversión extranjera directa.

La tendencia a la revaluación aumenta el diferencial en las tasas de interés internas-externas, y esto puede incentivar flujos de capital de corto plazo que durante un tiempo, pueden aumentar las presiones revaluacionistas. El peligro es un deterioro en la balanza comercial que lleve a que esos flujos se reverseen al producirse posteriormente presiones a la devaluación.

Este tipo de proceso de reforma parecería tener implícito un ciclo de revaluación-devaluación de la tasa de cambio que puede tener altos costos, particularmente cuando una parte del mayor endeudamiento no va a la inversión sino al consumo. La evidencia empírica sugiere que ese es el caso de América Latina.

Si el mayor endeudamiento y la inversión extranjera van a inversión en bienes transables, el proceso no tiene porqué desembocar en un déficit en la cuenta corriente, pues crecerá la producción para la exportación o sustitutiva de importaciones. Pero si el endeudamiento va al consumo o a la construcción de vivienda, entonces el mayor endeudamiento si tiende a aumentar la relación futura entre pago de deuda/exportaciones, y es más probable el ciclo revaluación-devaluación.

La liberación financiera y el endeudamiento

Las reformas que liberalizan el sistema financiero tienden también a aumentar el nivel de endeudamiento del país. La eliminación de las tasas de interés administradas y del crédito dirigido le dan acceso a nuevos actores al crédito. En particular, los consumidores acceden al crédito institucional, y esto puede aumentar el consumo. La disminución del ahorro aumenta la demanda agregada y la tasa de crecimiento después de la reforma, pero puede posteriormente crear problemas en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Si no hay control al endeudamiento externo, la liberalización financiera, puede acelerar por encima de lo deseable el gasto, con efectos nocivos sobre los precios y la cuenta corriente.

Es importante, entonces, que la liberación financiera no lleve a un aumento excesivo en el endeudamiento en divisas del sector financiero, ni a un crecimiento excesivo en el crédito de consumo.

Qué pueden hacer los controles de capital?

Los controles al ingreso de capital pueden mitigar el ciclo de revaluación-devaluación. Los métodos que han ensayado Colombia y Chile tienen el propósito limitado de acelerar los pagos de importaciones y desestimular los flujos de

capital de corto plazo. Esto se logra poniendo impuestos o depósitos forzosos sin remuneración sobre la deuda de corto plazo.

Los controles no desestimulan la inversión extranjera directa ni el crédito de largo plazo para inversión, y tampoco la repatriación de capitales. Tampoco le cierran al capital extranjero o al crédito externo la participación en las privatizaciones. El resultado es que de todas maneras habrá una tendencia a la revaluación, pero ésta será inferior a lo que existiría si adicionalmente hubiere flujos grandes de capital de corto plazo durante la época en que se produce esa revaluación.

Vale la pena poner énfasis en el hecho de que después de una apertura comercial, se produce un rezago importante entre importaciones y giros para pagar esas importaciones. Ante el proceso de repatriación de capitales y nueva inversión extranjera directa, esto refuerza el ciclo de revaluación-devaluación.

El caso colombiano

El caso colombiano se asemeja bastante a la descripción hecha de las características de las reformas económicas de los años noventa y a los efectos de esas reformas sobre la tasa de cambio y la deuda externa.

En efecto, en preparación para la apertura comercial, en 1989-1990 se produjo una sobrevaluación de la tasa de cambio (ver cuadro 1). La liberación comercial se inicia en 1989 y se profundiza en 1991. En 1991-92 se producen grandes flujos de capital, probablemente en buena parte repatriación de capitales, pues los flujos entran disfrazados como turismo, transferencias e ingresos personales.

En 1993 y 1994 aumenta significativamente el saldo total de la deuda externa privada, saldo que sólo es compensado en mínima proporción por una disminución en el saldo de la deuda externa pública que refleja el esfuerzo por producir un superávit fiscal (ver cuadro 2).

El proceso de apertura comercial produjo un crecimiento acelerado de las importaciones medidas en dólares en 1992 (33%), 1993 (51%) y 1994 (20%). Los giros por importaciones no aumentaron sino con un rezago (ver cuadro 3). La inversión extranjera también aumentó significativamente, pasando de US\$ 484 y US\$ 433 en 1990 y 1991, a US\$ 740 en 1992, US\$ 754 en 1993 y US\$ 1.446 en 1994.

El aumento de la inversión directa tuvo que ver con los incentivos creados por las reformas económicas, por la liberalización del régimen de inversión extranjera, pero también con el desarrollo de los nuevos campos de petróleo encontrados durante la primera parte de la década. (Este año se han comprobado nuevas reservas de petróleo, lo cual hace preveer la continuación de la inversión en desarrollos petroleros).

En el caso colombiano, entonces, la oferta de divisas no sólo aumentó por las reformas económicas y los flujos de capital que éstas generaron, sino también por la inversión en el sector petrolero, y por la expectativa de una balanza de pagos muy sólida en la próxima década debido a nuevas exportaciones de hidrocarburos. En Colombia entonces, los incentivos a los flujos de capital fueron aún mayores que en otros países de la región, debido a las perspectivas muy firmes de un aumento significativo en las exportaciones de hidrocarburos.

En esas circunstancias facilitar el flujo de capitales de corto plazo habría generado un proceso de revaluación muy marcado, y un caso agudo de enfermedad holandesa. Esto llevó a la Junta del Banco de la República a tomar medidas que interponen barreras a los flujos de capital de corto plazo y a recomendarle al Gobierno una política de superávit fiscal que hiciera posible compensar parte del flujo de capitales al sector privado con prepagos de deuda pública. Se tuvo mayor éxito en la primera estrategia que en la segunda (cuadro 2).

Los controles a los flujos de capital parecen haber tenido alguna efectividad. En primer lugar, no cabe duda que cambiaron el perfil de la deuda. La primera medida estableció depósitos bastante onerosos para la deuda de menos de 18 meses, y la mayoría de la deuda pasó a ser de más de 18 meses. También se alargó el plazo de la deuda cuando la excensión de la obligación de constituir depósitos se aumentó a operaciones de más de 24 meses, y, cuando en 1994 se extendió a todas aquellas operaciones con plazo hasta cinco años, disminuyó el ritmo de aumento de la deuda y los contratos nuevos casi en su totalidad se hicieron a más de cinco años (ver cuadro 4).

Las medidas tuvieron entonces el efecto de mejorar el perfil de la deuda privada y de disminuir la vulnerabilidad de la economía a choques internos y externos. Con el perfil actual de la deuda no es probable una corrida abrupta contra el peso. La crisis mexicana sugiere que este tipo de seguro tiene algún valor.

El cuadro 2 muestra que en 1993 y 1994 de todos modos creció el saldo de la deuda externa total del país. Esto pone en duda la efectividad de los controles para limitar el endeudamiento. Sin embargo, es posible que el aumento en la deuda hubiera sido mucho mayor en ausencia de los controles. Un indicio de esto es la oposición del sector privado a los controles y evidencia anecdótica de las dificultades de encontrar entidades externas que presten a plazos tan largos. Pero la mejor evidencia de que los controles sí disminuyeron el flujo de capital externo, es que las tasas de interés en pesos aumentaron cada vez que se endureció el control al endeudamiento externo.

La otra medida de control al endeudamiento externo que se ha utilizado en Colombia es el registro de que todas las entidades financieras tienen que tener una posición propia neta positiva en divisas. Es decir, las entidades financieras no pueden endeudarse en divisas para prestar en pesos. Estas medidas no sólo disminuyen los incentivos al endeudamiento externo sino que limitan la vulnerabilidad del sistema financiero ante una posible futura devaluación. La posición pro-

pia positiva en divisas implica pérdidas en el sistema financiero durante los períodos de revaluación, pero en el período comentado otros factores compensaron con creces esas pérdidas y los altos niveles de utilidades hicieron posible una capitalización importante del sistema.

El futuro de los controles de capital

Hemos argumentado aquí que los procesos de reforma económica que incluyen liberación de comercio, liberación del sistema financiero, liberación de la inversión extranjera y privatización pueden llevar a un exceso temporal en el endeudamiento externo, y que parte de ese endeudamiento irá a consumo y no a inversión. En esas circunstancias se produce un ciclo revaluación-devaluación de la tasa de cambio que tiene costos y que puede poner en peligro el proceso de reforma. Por ello se justifican los controles al endeudamiento externo.

Pero todo el argumento se refiere a excesos temporales en el endeudamiento generados por la transición a una economía de mercado más libre. Después de algún tiempo ya no hay capital para repatriar, el pago de las importaciones no se puede seguir posponiendo, los flujos de capital directo extranjero se han normalizado y los procesos de privatización se han agotado. En ese momento desaparece la justificación para los controles de capitales, aunque puede seguir siendo útil mantener algunos desincentivos a los flujos de muy corto plazo.

Adicionalmente, los controles de capitales con el tiempo pierden efectividad, pues los actores económicos encuentran maneras para evadirlos.

Por lo tanto, los controles de capitales pueden ser útiles durante el proceso de transición hacia una economía más libre, pero no tienen porqué mantenerse después de un período limitado. Si se mantienen, sus costos serán mayores a sus beneficios.

Cuadro 1

Indice de la Tasa de Cambio Real del Peso Colombiano (1)
Comercio Global sin Café (2)
Deflactada por precios del Productor (3)
(Diciembre 1986=100)

Fecha	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Promedio	Var.%(4)
1975	86,35	87,28	87,29	87,77	88,55	89,00	88,37	87,56	87,04	87,16	87,18	86,92	87,54	-
1976	85,88	86,00	85,87	86,06	85,14	83,61	83,35	83,28	82,60	80,01	80,30	79,97	83,51	-8,0
1977	80,13	78,65	78,09	75,01	73,12	72,12	72,02	73,25	73,99	74,44	74,72	75,22	75,06	-5,9
1978	74,65	74,80	74,17	74,17	73,02	74,18	74,77	74,85	75,42	76,88	75,67	75,02	74,85	-0,3
1979	74,00	73,58	72,90	72,28	71,29	71,04	71,33	70,20	70,41	70,46	70,20	70,64	71,53	-5,8
1980	72,56	73,07	72,34	71,37	71,66	73,15	73,97	73,88	74,38	73,99	73,70	73,08	73,10	3,5
1981	74,47	73,07	73,16	72,10	71,07	70,38	70,00	70,01	70,58	70,83	70,69	70,66	71,42	-3,3
1982	70,43	69,13	67,97	67,19	66,76	65,51	65,42	64,74	64,15	63,56	64,12	65,56	66,21	-7,2
1983	65,78	65,72	63,81	62,83	62,02	62,02	62,64	63,62	64,88	65,91	66,35	67,30	64,41	2,7
1984	67,30	68,64	69,61	69,14	68,71	69,24	69,44	70,46	70,69	71,57	72,20	71,90	69,61	6,8
1985	71,37	70,43	71,69	75,12	76,38	77,55	80,50	83,00	83,81	88,06	89,85	92,38	80,01	28,5
1986	92,07	91,45	91,27	90,93	93,11	94,50	95,61	96,64	97,68	98,02	98,14	100,00	94,95	8,2
1987	94,91	94,99	95,60	96,32	96,92	96,70	96,85	98,31	98,74	98,68	100,09	99,70	97,32	-0,3
1988	97,20	95,95	96,56	97,61	98,52	97,83	97,49	98,02	96,08	97,10	99,09	97,69	97,43	-2,0
1989	95,64	95,93	95,73	97,23	96,76	96,86	100,75	100,91	101,83	102,97	192,74	105,02	99,37	7,5
1990	107,05	107,31	107,69	109,04	109,34	109,72	112,11	112,98	113,47	115,77	116,93	116,93	111,53	11,3
1991	113,70	113,69	110,86	108,37	108,16	106,99	103,55	101,93	108,19	109,91	107,80	106,25	108,28	-9,1
1992	105,16	101,55	100,28	100,28	99,99	101,85	105,55	104,54	104,19	103,40	102,58	103,85	102,77	-2,3
1993	102,11	101,22	102,67	103,70	104,13	103,68	103,13	103,89	105,06	105,55	103,82	101,59	103,38	-2,2
1994p	100,57	98,94	97,56	97,14	96,62	95,23	93,39	92,47	94,45	95,11	93,50	92,15	96,59	-9,3
1995p	93,75	92,83	93,61	94,10	93,86	92,75								-4,0

p. Provisional.

(1) Las tasas de cambio de cada uno de los países corresponden a las del promedio de cada mes. Para efecto de la devaluación interna, a partir de julio de 1991 se aplicó a la tasa de cambio oficial el descuento promedio ponderado de los certificados de cambio (Res. 55 de la J.M. y Res. 3 de la J.D.) con vencimiento entre 85 y 90 días. A partir de noviembre el descuento de los certificados de cambio (Res. 10 de la J.D.) con vencimiento entre 345 y 360 días, negociados en la Bolsa de Bogotá y a partir de diciembre, la tasa representativa del mercado (Res. 15/91 de la J.D.).

(2) A partir de diciembre de 1986, las ponderaciones corresponden a la participación de cada uno de los 18 países en el comercio Global sin café de Colombia durante 1986. Incluye comercio colombo-venezolano.

(3) Hasta diciembre de 1990 deflactado por el Índice de Precios al por Mayor. A partir de enero de 1991 por el Índice de Precios del Productor.

(4) Corresponde a la variación porcentual anual del último mes disponible.

Nota: Las cifras de la serie anterior, base diciembre de 1985=100, se unificaron con la nueva serie a través de un empalme simple.

Fuente: Banco de la República - SGEE.

Cuadro 2
Colombia - Deuda Externa Pública y Privada
(Millones de US\$)

	SECTOR PRIVADO				SECTOR PÚBLICO				DEUDA EXTERNA TOTAL	
	CORTO PLAZO (1)		LARGO PLAZO		CORTO PLAZO (3)		LARGO PLAZO (4)		SALDO TOTAL	TOTAL
	Saldo	Amortizaciones	Desembolsos	Saldo (2)	Saldo	Desembolsos	Amortizaciones	Saldo		
1970	1.050	63	81	325	404	244	70	1.330	1.734	3.109
1971	1.213	68	87	344	405	224	82	1.472	1.877	3.434
1972	1.199	78	84	392	432	343	92	1.726	2.158	3.749
1973	1.140	43	43	365	470	406	114	2.022	2.397	3.997
1974	1.413	58	50	302	486	399	188	2.220	2.706	4.421
1975	1.235	81	72	367	479	394	115	2.470	2.949	4.551
1976	1.324	63	24	404	510	248	140	2.562	3.072	4.800
1977	1.075	61	55	389	511	366	170	2.779	3.290	4.754
1978	1.221	98	66	363	568	322	215	2.896	3.464	5.048
1979	1.348	47	151	473	565	977	411	3.456	4.021	5.842
1980	1.742	13	70	514	585	999	252	4.324	4.889	7.145
1981	2.036	287	690	865	733	1.247	268	5.232	5.965	8.866
1982	2.451	98	428	1.196	972	1.285	332	6.078	7.050	10.697
1983	2.504	308	308	1.285	984	1.342	401	6.876	8.061	11.850
1984	2.389	300	300	1.451	984	1.764	550	7.849	8.833	12.673
1985	2.038	379	186	1.576	1.326	1.793	646	9.595	10.921	14.535
1986	1.711	441	441	1.607	319	2.809	927	12.463	12.782	16.100
1987	1.905	81	140	1.539	226	1.202	1.245	13.842	14.068	17.512
1988	2.241	152	152	1.560	311	2.247	1.627	13.823	14.134	17.935
1989	2.032	155	155	1.280	440	2.109	1.706	13.835	14.275	17.587
1990	1.914	147	147	1.113	380	1.818	1.849	14.586	14.966	17.993
1991	1.551	159	159	1.250	339	1.715	1.993	14.464	14.803	17.335
1992	2.006	508	508	1.250	368	1.723	2.341	13.487	13.855	17.111
1993	3.105	1.297	1.297	2.046	295	1.544	2.198	13.164	13.459	18.610
1994 e	3.779	2.600	2.600	3.905	161	2.242	2.394	12.912	13.073	20.757

(1) Hasta septiembre de 1993 comprende: artículo 132 del antiguo Estatuto Cambiario (Oficina de Cambios); líneas de corto plazo del sistema financiero según información de las entidades; y estimación del crédito de proveedores. A partir de entonces incorpora la información de líneas de corto plazo del sistema financiero y estimaciones del endeudamiento directo y del otorgado por proveedores, efectuadas por la SGEE.

(2) Hasta septiembre de 1993 corresponde a información de la Oficina de Cambios. El saldo de 1993 es estimación de la SGEE y el Dpto. de Cambios Internacionales. El saldo de 1994 corresponde a información del Dpto. de Cambios Internacionales y el movimiento (desembolsos y amortizaciones), a estimaciones de la SGEE y el Dpto. de Cambios Internacionales, según información de la balanza cambiaria y las cuentas de compensación en el exterior. Las cifras no incluyen arrendamiento financiero.

(3) Incluye los saldos de los pasivos de corto plazo del Banco República, de Entidades Descentralizadas y del Gobierno Nacional Central.

(4) Corresponde a las cifras procesadas por la Subgerencia de Estudios Económicos, a partir de información suministrada por las entidades, el Banco Mundial y el BID.
Fuente: Subgerencia de Estudios Económicos y Departamento de Cambios Internacionales, Banco de la República.

Cuadro 3

Importaciones y Pagos por Importaciones

	(1) Importaciones	(2) Pagos Importaciones	(2) / (1) %
1990	5.108	3.754,3	73,5
1991	4.548	4.429,3	97,4
1992	6.029	5.715,7	94,8
1993	9.086	7.768,7	85,5
1994	10.901	4.431,6	86,5

Fuente: Banco de la República: Balanzas de pagos y cambiaria.

Cuadro 4

Estructura por Plazos de los Registros de Deuda Externa Privada
 (Flujo en millones de US\$)

Meses	0-6	7-18	19-24	25-36	37-60	61 y más	Total
1994							
I Trimestre	156,4	6,3	1.210,9	71,7	416,8	55,4	1.917,5
II Trimestre	181,7	96,7	271,2	27,4	313,4	130,2	1.020,7
III Trimestre	235,0	126,4	16,7	35,7	1.025,7	283,1	1.722,5
IV Trimestre	68,9	304,4	7,0	17,4	38,6	1.108,3	1.544,6
1995							
I Trimestre	286,6	363,8	29,0	37,3	29,7	684,5	1.430,9

Fuente: DCIN. Preliminar

CUARTA SESION:

**AJUSTES DE POLITICAS FRENTE A
TURBULENCIAS FINANCIERAS**

Exposición del señor Miguel Mancera

MIGUEL MANCERA AGUAYO

Miguel Mancera ha sido Presidente del Banco de México desde abril de 1994. Comenzó su permanencia en esta institución en 1958, desempeñando los cargos de Administrador de FOMEX, Gerente de Asuntos Internacionales, Subdirector, Subdirector General (1973-1982) y Director General (1982-1994). Es, además, miembro de la Junta de Gobierno del Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM) y ha sido profesor en diversos centros de estudios superiores, tales como la Escuela Libre de Derecho y el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.

Nacido en México en 1932, el señor Mancera se tituló como Licenciado en Economía en el Instituto Tecnológico Autónomo de México y obtuvo la Maestría en Economía en la Universidad de Yale.

Ajustes de Políticas frente a Turbulencias Financieras

Por Miguel Mancera

La celebración del septuagésimo aniversario del Banco Central de Chile resulta una magnífica oportunidad para compartir con tan distinguido auditorio algunas reflexiones sobre diversas materias de interés para la formulación de la política monetaria. Agradezco a mi amigo, el distinguido gobernador Roberto Zahler, la gentil invitación que me ha extendido para participar en este foro. Esta es, también, afortunada ocasión para visitar un país que es ejemplo sobresaliente de dirección económica y desarrollo exitoso. Por ello, el pueblo chileno y su Banco Central gozan de merecido y general reconocimiento.

El tema de este seminario es, sin duda, amplio. En mi intervención me propongo abordar algunas cuestiones de particular relevancia en el caso de México. Con este propósito, permítanme comenzar con un breve repaso de algunos aspectos de la reciente crisis financiera mexicana, para luego comentar nuestra actual política monetaria y, finalmente, referirme a varios esquemas que hemos adoptado para atender los problemas derivados de la situación que atraviesan los usuarios de crédito y los bancos comerciales.

Muchas de las dificultades por las que pasa México tienen su origen en una sucesión de acontecimientos políticos ocurridos en 1994, que dieron lugar a un importante deterioro de la confianza. Esas dificultades surgieron también como consecuencia de que, aun cuando no sea necesariamente cierto, los elevados déficit en cuenta corriente son percibidos como algo indeseable, en razón de que se les supone, sin distinción de casos, prueba de sobrevaluación de la moneda.

El déficit en cuenta corriente mexicano se incrementó a lo largo de varios años y este hecho tuvo efectos perniciosos sobre las expectativas en cuanto a la posibilidad de sostener el régimen cambiario entonces vigente. Considerando que un déficit en cuenta corriente puede tener causas diversas, es conveniente analizar, aunque sea brevemente, sus orígenes y consecuencias.

Una posibilidad es que el déficit sea resultado de la aplicación de políticas expansionistas e imprudentes, en los ámbitos fiscal y monetario. Sin embargo, paradójicamente, el déficit en cuenta corriente también puede ser consecuencia de la adopción de políticas deseables. A mi juicio, esta segunda es la explicación de los déficit en cuenta corriente que la balanza de pagos mexicana mostró en años recientes. Al respecto, cabe recordar que México corrigió sus finanzas públicas hasta conseguir superávit fiscales de magnitud considerable, logró reducir drásticamente la inflación, puso en ejecución un extenso y ambicioso programa de reforma estructural mediante la apertura de la economía, la privatización de numerosas empresas del sector público, y la modificación de las leyes y otros ordenamientos que regulan importantes aspectos de la vida económica -como la agricultura, el transporte, las comunicaciones, la inversión extranjera y la intermediación financiera-. Además, renegó en forma exitosa la deuda del sector público con los bancos comerciales del exterior.

Como era de esperarse, la aplicación de esas políticas convirtió a México en un país muy atractivo para los inversionistas extranjeros, en un contexto internacional en el que privaban bajas tasas de interés en los Estados Unidos y en otros países industrializados, lo que dio lugar a que los instrumentos financieros representativos de deuda tuvieran allá escasa rentabilidad. En esas circunstancias, tras formalizarse la renegociación de la deuda externa en 1990, comenzaron a darse cuantiosas entradas de capital.

Ahora bien, los destinos de las entradas de capital no pueden ser sino dos: el aumento de las importaciones netas o la acumulación de reservas internacionales. En su momento, existieron en México buenas razones para aplicar dichos recursos a una combinación de ambas posibilidades. De haber elegido la opción de sólo acumular reservas internacionales, el país habría perdido la oportunidad de utilizar el ahorro externo en la ampliación de la planta productiva nacional. Además, la esterilización requerida hubiese implicado costos enormes. Por el contrario, de haber permitido que el total de las entradas de capital externo se convirtiera en factor de expansión de la demanda agregada, tanto las presiones sobre el nivel de precios, como el déficit en cuenta corriente, hubiesen sido mayores que los observados.

En vista de que las abundantes entradas de ahorro externo ocurrieron en una época en que la liberalización de los movimientos de capital a través de las fronteras era una política cada vez más aceptada en el ámbito internacional, México decidió, con algunas excepciones, no imponer barreras a dichos flujos. Así, resultó inexorable que surgiera y se desarrollara el déficit en cuenta corriente. Como se ha dicho, ello sólo podría haberse evitado mediante la esterilización total de las entradas de capital y, en pequeña parte, acaso, por el aumento en la demanda de base monetaria.

En suma, al haberse conducido diversos aspectos de la política económica de manera apropiada y al no haber existido impedimentos mayores a las entradas de capital, éstas formaron una caudalosa corriente hacia México. De enero de 1989 a febrero de 1994, el superávit acumulado en la cuenta de capital de la

balanza de pagos ascendió a US\$ 105 mil millones. Los beneficios derivados de tan enorme inyección de recursos externos fueron grandes. Se logró una ampliación y modernización de la planta productiva del país mayor a la que hubiera podido obtenerse con la sola utilización del ahorro interno.

Sin embargo, los flujos de capital hacia México también generaron problemas. El inevitable ensanchamiento del déficit en cuenta corriente fue visto con preocupación, debido a que supuestamente indicaba una apreciación excesiva de la moneda nacional. Ello, no obstante el hecho de que la existencia de un déficit en cuenta corriente no es en sí mismo prueba de sobrevaluación. Hay países que por largos periodos mantienen déficit en cuenta corriente a pesar de que sus monedas se deprecian, considerándose cada vez más subvaluadas, mientras que otros se encuentran en la situación opuesta.

Es desafortunado que el público sea tan suspicaz respecto del déficit en cuenta corriente. Por lo general, no comprende que tales déficit no necesariamente implican sobrevaluación de la moneda local, ni se derivan siempre de políticas laxas. La experiencia reciente indica que al público le resulta difícil aceptar que los déficit en cuenta corriente puedan ser reflejo de que existe un exceso de inversión respecto del ahorro nacional, causado por un flujo internacional de capital producido exógenamente. Asimismo, que tal brecha entre la inversión y el ahorro interno se reduce o elimina con el tiempo, una vez que maduran los proyectos de inversión llevados a cabo con los recursos externos. Resulta tal vez innecesario recordar que, en la práctica, el estrechamiento de esa brecha ocurre de manera gradual, como lo muestran las experiencias de un buen número de naciones, entre ellas, algunas de Asia Oriental.

Otro inconveniente de los grandes flujos de capital externo es que la absorción eficiente de los recursos concernientes puede resultar difícil. La mayor disponibilidad de fondos prestables que las entradas de capital producen relaja la restricción presupuestal de individuos y de empresas, a la vez que hace posible dar sustento a un rápido aumento de la inversión y de los gastos en consumo. Este contexto es propicio para que los bancos otorguen créditos sin la debida prudencia, lo cual eleva el riesgo de que éstos se tornen irrecuperables con posterioridad. La probabilidad de que esto suceda aumenta cuando las entradas de capital coinciden, como sucedió en México, con un ajuste fiscal que libera recursos en favor del sector privado y con una desregulación del sistema financiero que facilita la intermediación del crédito.

Un problema adicional de las grandes corrientes de capital es la posibilidad de cambios súbitos en sus patrones de comportamiento, que dejan tanto a las autoridades como a los agentes privados, poco tiempo para ajustarse ordenadamente. La liberalización de los flujos transfronterizos de capital, los avances de la informática y el desarrollo de las telecomunicaciones, han dado origen a una gran oferta de recursos que tienden a ser muy sensibles al rendimiento esperado de las inversiones y que responden con rapidez a cambios en las expectativas sobre la evolución futura de las economías receptoras.

Las crisis financieras pueden tener diversos orígenes. Quizás, las más difíciles de manejar sean las que resultan de la repentina y drástica reducción de los flujos externos netos de capital hacia un país que, hasta ese momento, los había recibido en forma abundante. Cuando esto acontece y en ausencia de un cuantioso acervo de reservas internacionales, la desaparición del déficit en cuenta corriente se torna inevitable. Dicho sea de paso, es interesante advertir cómo, en ocasiones, políticos y analistas por igual, se refieren a la corrección del déficit en cuenta corriente como un logro merecedor del reconocimiento público, a pesar de que, en circunstancias como las mencionadas, su desaparición es inexorable y, acaso, desafortunada. Cuando ese tipo de crisis tiene lugar, la tarea de las autoridades no es eliminar el déficit en cuenta corriente. Este se elimina automáticamente. Los esfuerzos de las autoridades deberán enfocarse a lograr que el ajuste se lleve a cabo de manera tan ordenada y rápida como sea posible, para lo cual es indispensable el pronto abatimiento de la inflación producida por la devaluación resultante de la menor oferta de divisas.

Como es sabido, durante ciertos lapsos de 1994 e inicios de 1995 ocurrieron cambios drásticos en los patrones de los movimientos de capital hacia México. No sólo se interrumpieron las entradas de capital, sino que incluso se revirtieron.

Al cesar las entradas netas de capital internacional y al situarse las reservas internacionales en niveles muy bajos, el déficit en cuenta corriente virtualmente desapareció con gran celeridad, como era lógico que sucediera. En otras palabras, dejó de existir la posibilidad de que la inversión fuese más cuantiosa que el ahorro interno.

En esta situación, la política monetaria y la fiscal tuvieron que ser orientadas al objetivo de mitigar los efectos perjudiciales del cierre de la brecha entre el ahorro y la inversión. A tal efecto, era imprescindible procurar que la situación macroeconómica se reordenara rápidamente. Sólo así sería factible detener las salidas de capital y desarrollar nuevas posibilidades de atracción del ahorro externo y de promoción del interno.

De no haberse dado pronta respuesta por parte de las autoridades, el comportamiento de los flujos de capital externo se hubiese tornado aún más adverso, y consecuentemente, la contracción de la actividad económica estaría resultando más aguda y prolongada.

Es innegable que la presente etapa es difícil para México. El crecimiento de la economía se ha interrumpido e incluso se ha tornado negativo, el desempleo se ha elevado, el sistema financiero está sujeto a múltiples tensiones, y tanto las empresas como los hogares están agobiados por la carga de sus deudas y por la caída del ingreso real. Sin embargo, la errónea idea de que una política tendiente a la estabilización rápida de la economía impone costos innecesarios debe ser refutada y desechada. La aplicación de otras políticas daría lugar a situaciones todavía más gravosas. No hay que olvidarlo: no es la política adoptada la que produce el ajuste en el consumo y la inversión. La causa del ineludible ajuste es el corte del financiamiento externo.

Durante las semanas siguientes a la devaluación de diciembre de 1994, los mercados reaccionaron de manera violenta, conforme se incrementaban los temores de que el Gobierno y otros deudores no pudiesen efectuar las amortizaciones a corto plazo de los créditos externos a su cargo. La crisis mexicana tuvo efectos inmediatos sobre diversos mercados, principalmente en América Latina, y existió el serio riesgo de repercusiones sistémicas. La gravedad de la situación requirió de un apoyo internacional extraordinario.

Gracias al respaldo de los Estados Unidos, del Fondo Monetario Internacional y del Banco de Pagos Internacionales, se logró integrar un paquete de recursos financieros que ha permitido a México dar puntual cumplimiento a sus obligaciones, facilitando así la estabilización de los mercados financieros. Como resultado de lo anterior, en los últimos tres meses las posibilidades de colocación de papel mexicano en los mercados internacionales han renacido y gradualmente se vienen acrecentando.

Conforme al programa de estabilización adoptado en México, la política monetaria, combinada con otras medidas tomadas por el Gobierno Federal, se ha orientado a lograr los objetivos siguientes:

- Disminuir persistentemente la inflación.
- Reducir las tasas de interés, no artificialmente, sino como consecuencia de generar expectativas de inflación en descenso.
- Avanzar en la restauración del refinanciamiento normal de las obligaciones externas de los bancos, así como las del sector público y del sector privado no bancario.
- Propiciar los flujos de capital internacional a largo plazo hacia México, especialmente los correspondientes a la inversión extranjera directa.
- Reconstruir un acervo adecuado de reservas internacionales.

En congruencia con los objetivos antes mencionados, y considerando que el régimen cambiario vigente es de flotación del tipo de cambio, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió, a principios de este año, establecer un límite de 10.000 millones de nuevos pesos (aproximadamente US\$ 1.600 millones al tipo de cambio actual) a la expansión del crédito interno neto del Banco Central en 1995. De alcanzarse dicho límite, y ante la baja probabilidad de contar con financiamiento externo que permita alguna expansión monetaria adicional, se producirá un aumento nominal de 17,5% en el saldo de la base monetaria para fin de año. Puesto que se estima hoy en día que la inflación para el periodo de diciembre de 1994 a diciembre de 1995 se situará entre 45% y 50%, el límite mencionado para el crédito interno implica una política monetaria estricta, la cual, dado que no se dispone de crédito neto del exterior, es imprescindible para inducir un proceso de estabilización de los mercados y de reducción rápida de la inflación.

El manejo del crédito interno neto del Banco Central dentro del límite mencionado requiere que se tomen en cuenta, entre otros, los siguientes indicadores:

- La trayectoria observada de la base monetaria vis-à-vis la trayectoria deseada.

- La diferencia que, en su caso, aparezca entre la inflación registrada y la previamente proyectada.
- El comportamiento del tipo de cambio.
- Los resultados de encuestas sobre las expectativas de inflación tanto de analistas, como del público en general.
- Las tendencias de variables como los precios de ciertas mercancías y las remuneraciones que se acuerden en los contratos de trabajo.

Con la adopción de estas medidas, el Banco de México ha dejado de aplicar una política monetaria que esencialmente funcionaba a través de la influencia directa del Banco Central sobre las tasas de interés. En sustitución, se ha implantado una política que consiste en establecer un límite cuantitativo al crecimiento del crédito interno del Banco Central. Esta nueva política, que no necesariamente es la indicada en otras circunstancias o en otros países, parece la más idónea para la situación por la que México atraviesa. Al observarse un límite cuantitativo, se inducen variaciones en las tasas de interés que tienden a generar más rápidos ajustes en las variables nominales de la economía, que los resultantes de una situación en la que el Banco Central tuviera que "adivinar" el nivel conveniente de las tasas de interés.

Con el propósito de reforzar el control monetario, a partir de la segunda mitad de marzo, el Banco de México adoptó medidas adicionales a las ya referidas. Entre ellas está, por una parte, la modificación del mecanismo de subasta utilizado en las operaciones de mercado abierto. Anteriormente, el Banco de México fijaba, en los corros de la bolsa de valores, las tasas aplicables a su propio crédito, o bien, ejercía influencia directa sobre ellas determinando sus niveles máximos o mínimos. En la actualidad, dichas tasas de interés se establecen libremente en las subastas efectuadas por el banco central. Por otra parte, se ha restringido el acceso de los bancos comerciales al crédito "diurno" del Banco Central, lo que, además de reducir riesgos para el instituto emisor, facilita un control más estricto de la liquidez.

Permítanme referirme enseguida a otras preocupaciones de las autoridades financieras. La confianza es la piedra angular del sistema financiero y resulta esencial para el apropiado funcionamiento de éste. Ante cualquier amenaza de que la confianza pueda erosionarse, es preciso actuar con rapidez y eficacia.

El manejo de las crisis financieras nunca es fácil ni se presta a recetas de aplicación general. Sin embargo, parece que hay un conjunto básico de principios a observar, entre los cuales deben ser incluidos los siguientes:

- Prevenir el surgimiento del riesgo sistémico.
- Evitar una expansión indebida del crédito interno neto del Banco Central.
- Eludir las presiones políticas y de otro orden encaminadas a rescatar a los accionistas de las instituciones financieras, sin perjuicio de proteger los legítimos intereses de los acreedores y de los deudores de la banca.
- Minimizar los costos fiscales que, en su caso, impliquen las fórmulas que se adopten para superar la crisis y, tratar de distribuirlos a lo largo de los años.

- Interferir lo menos posible con el funcionamiento normal de los mercados.

La prevención y contención de una crisis financiera no es un fin en sí mismo. El objetivo último de las autoridades deberá ser siempre la protección del sector real de la economía. Pero la meta inmediata es salvaguardar y fortalecer al sistema financiero, cuya parte medular la constituye el sistema bancario. Alcanzar esa meta es condición necesaria para que los bancos puedan desempeñar con eficiencia su función primordial, la intermediación del crédito, sin la cual el desarrollo de una economía moderna es virtualmente imposible.

La devaluación del peso mexicano en diciembre de 1994 produjo un fuerte impacto sobre el sistema bancario, que ya mostraba debilidades con anterioridad. La cartera vencida se había venido incrementando por lo menos durante un año, fenómeno resultante de varios factores que influyeron sobre la oferta y demanda de fondos prestables. Desde 1991 y hasta 1993, tales factores propiciaron una extraordinaria expansión del crédito bancario al sector privado. Empero, la prudencia no siempre fue el criterio rector, ni en el otorgamiento ni en la solicitud de crédito.

El aumento de la demanda de crédito estuvo influido por los elementos siguientes: a) la existencia de mejores perspectivas acerca del rumbo futuro de la economía, b) la influencia y magnitud del efecto riqueza asociado a valores más elevados de los activos acumulados, tanto en el mercado de bienes raíces como en la bolsa de valores, c) las necesidades insatisfechas después de una prolongada crisis, las cuales animaron el reemplazo de antiguos acervos de bienes de capital y de bienes de consumo duradero, d) la urgencia de satisfacer los requerimientos de vivienda de la población y e) la premura para modernizar la planta industrial en vista de una mayor competencia tanto interna como internacional. Por el lado de la oferta, surgieron abundantes fondos prestables por las razones siguientes: a) las corrientes de capital externo hacia México, b) la expansión del sector financiero a partir de su liberalización, c) los superávits en las finanzas públicas y d) el empleo de los ingresos de la privatización de empresas estatales para amortizar deuda pública. Así, se dio una correspondencia de aspiraciones: mientras que las empresas y los individuos deseaban obtener créditos, los bancos buscaban colocar los cuantiosos fondos a su disposición.

Varios fenómenos que se dieron en 1993, como la desaceleración de la economía, el deterioro de las oportunidades de empleo y las elevadas tasas de interés activas, hicieron que el endeudamiento en el que el sector privado había incurrido llegara a implicar una pesada carga. Aun cuando para la segunda mitad de 1993 ya se había iniciado un proceso de ajuste en la posición financiera neta del sector privado, y los bancos comerciales habían adoptado políticas más prudentes para el otorgamiento de créditos a empresas e individuos, la cartera vencida comenzó a tener dimensiones fuera de las normales.

La obligación de crear reservas preventivas en relación con los activos en riesgo, a fin de cumplir con la reglamentación existente sin dejar de satisfacer los estándares de capital de Basilea, significó aún mayores presiones para los bancos comerciales.

A partir del segundo trimestre de 1994, tasas de interés más elevadas y cierta depreciación del peso, secuelas del asesinato de un candidato presidencial y de otros acontecimientos desafortunados en el orden político, significaron problemas adicionales en un contexto ya de por sí complejo.

El impacto directo de la devaluación de diciembre de 1994 sobre los bancos comerciales fue limitado. Previamente, el Banco de México había impuesto un techo al monto de las obligaciones denominadas en moneda extranjera que los bancos podían contratar. Esta medida, adoptada a principios de 1992, se fundó, por una parte, en la consideración de que el Banco Central no tiene la capacidad para, en el evento de ser necesario, desempeñar indefinidamente su función de prestamista de última instancia en lo tocante a obligaciones bancarias denominadas en moneda extranjera. Por otra parte, se estimó que al limitar la contratación de deuda externa por los bancos comerciales, se moderaba la expansión de la demanda interna y del déficit en cuenta corriente. En virtud de esta medida, la corrida sufrida por los bancos a principios de 1995 no fue tan grande como pudo haber sido. El efecto negativo de la devaluación también resultó mitigado por otra norma vigente desde hace mucho tiempo, según la cual los bancos deben observar cierto tope a su posición descubierta en divisas.

No obstante, la devaluación causó otros efectos nocivos. A consecuencia de que la inflación y las tasas de interés se elevaron violentamente, la actividad económica se contrajo, aumentó la carga del servicio de la deuda denominada tanto en moneda extranjera como nacional y, en general, descendieron los coeficientes de capital de los bancos.

Para enfrentar estos problemas, se integró y se está aplicando un amplio paquete de medidas. Los componentes del paquete son los siguientes:

a. Financiamiento para liquidez en moneda extranjera

El propósito de este programa fue detener, y eventualmente revertir, la corrida que se suscitó contra las obligaciones externas de los bancos comerciales. El auxilio proporcionado a éstos consistió en otorgarles créditos en dólares, con recursos del Banco de México que se canalizaron a través del Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA). Las altas tasas de interés cargadas por esos créditos alentaron a los bancos comerciales a procurar su rápida liquidación, buscando para ello otras fuentes menos onerosas de recursos. Para estimular el pronto pago se dispuso también que, al cubrirse parte de esos créditos, se reduciría la tasa de interés aplicable al importe remanente.

El anterior programa benefició a diecisiete bancos comerciales. Al tiempo de su máxima utilización, a principios de abril, el saldo de esos financiamientos alcanzó los US\$ 3.800 millones. Al 17 de agosto, el monto de los créditos vigentes se había reducido a US\$ 83 millones y solamente un banco mantenía obligaciones pendientes de pago. Es posible afirmar que el programa, cuya terminación se ve muy próxima, resultó muy exitoso.

b. Programa de capitalización temporal (PROCAPTE)

La devaluación del peso incrementó drásticamente el valor en moneda nacional de los créditos bancarios denominados en moneda extranjera. En consecuencia, el coeficiente capital/activos descendió por debajo del mínimo dispuesto. Para remediar esta situación, el FOBAPROA adquirió instrumentos representativos de deuda subordinada emitidos por los bancos comerciales con coeficientes de capital inferiores al 8%. Esa deuda es convertible de manera forzosa en capital después de cinco años, pero queda sujeta a conversión anticipada si la capitalización del banco concerniente se vuelve a deteriorar más allá de ciertas proporciones. Los instrumentos de deuda fueron adquiridos por FOBAPROA con recursos obtenidos del Banco Central. Sin embargo, a fin de evitar que esto diera lugar a una expansión del crédito interno neto del Banco de México, se determinó que los bancos comerciales depositaran los recursos así obtenidos en el propio Banco Central. El esquema de que se trata implica que los bancos disponen de un plazo relativamente largo para captar capital y pagar su deuda. Pero también implica que los accionistas de los bancos pueden perder su inversión, o ver diluida su participación accionaria, en caso de que el FOBAPROA llegue a ser accionista del banco en cuestión. En esa eventualidad, el FOBAPROA será tal sólo temporalmente, puesto que a la brevedad posible procederá a encontrar nuevos e idóneos accionistas.

Cinco bancos comerciales han obtenido apoyo a través del PROCAPTE. Los créditos otorgados al amparo de este programa alcanzaron un máximo de 7.000 millones de nuevos pesos en el mes de junio. Al cierre de julio, este monto se había reducido a 3.573 millones, en virtud de que uno de los bancos que se acogieron a dicho programa pudo salir de él, mediante el pago de la deuda subordinada a su cargo.

Cabe señalar que ante la mera perspectiva de tener que participar en el PROCAPTE, algunos bancos tomaron medidas para aumentar de inmediato su capitalización.

c. Unidades de inversión (UDIS)

La inflación es causa de un problema que a pesar de ser muy grave es poco comprendido, particularmente en los países donde ha privado una relativa estabilidad de precios por largo tiempo. Este problema es la amortización acelerada y no pactada de los créditos, considerando su valor en términos reales.

Quizá, la manera más fácil de explicar este fenómeno es imaginar lo que sucedería, durante un período inflacionario, con un crédito a perpetuidad. Resulta evidente que el valor del principal permanecería constante en términos nominales. Sin embargo, éste no sería el caso en términos reales. En un contexto inflacionario, el valor real del principal disminuye de manera continua. Pero esto no es usualmente gratuito para el deudor, pues, salvo que priven tasas reales fuertemente negativas, tiene que efectuar la amortización real del crédito mediante los pagos de intereses. Al respecto, es preciso recordar que, en tiempos de alta

inflación, una parte importante de los abultados pagos de intereses nominales es la requerida para resarcir al acreedor por la pérdida que sufre el valor real del principal del crédito que ha otorgado.

Para resolver este serio problema, lo que se está haciendo en México es adoptar una fórmula inspirada en una invención chilena: la Unidad de Fomento (UF). En nuestro país hemos llamado UDI (por las siglas de Unidad de Inversión) a la unidad de cuenta con valor real constante utilizable para denominar los créditos. Al igual que en el caso de la UF, el valor diario de la UDI refleja el comportamiento del Índice de Precios al Consumidor, aunque con un inevitable pero moderado retraso. Por consiguiente, el valor de los créditos denominados en UDIS permanece prácticamente constante en términos reales, tanto respecto del principal como de los intereses. En otras palabras, los créditos denominados en UDIS quedan a salvo de la amortización acelerada provocada por la inflación.

Además, como es bien sabido en Chile, las unidades de cuenta tipo UF son una valiosa herramienta para la promoción del ahorro, especialmente el de plazo medio y largo. Esta cualidad se desprende del hecho de que el valor real de los recursos invertidos en depósitos bancarios, bonos, u otros instrumentos financieros denominados en esas unidades, también está protegido contra la erosión causada por la inflación.

Las autoridades han tenido que intervenir a fin de facilitar la reestructuración de numerosos créditos que lo ameritan y para la conversión de éstos a UDIS. En el mecanismo de reestructuración crediticia participan el Gobierno Federal, a través de FOBAPROA, y los bancos comerciales. En ese esquema, los bancos comerciales conservan el riesgo de crédito, mientras que el Gobierno toma el riesgo de tasas de interés derivado de la conversión de los créditos a UDIS.

Conforme a este esquema, los bancos transfieren dichos créditos a fideicomisos que ellos mismos manejan. Los fideicomisos reestructuran los créditos y los denominan en UDIS. Para ello, reciben préstamos del Gobierno Federal, también denominados en UDIS.

A cambio de la cartera crediticia cedida a los fideicomisos, los bancos comerciales toman bonos emitidos por el Gobierno. De esta manera, las obligaciones denominadas en moneda nacional de los bancos comerciales mantienen como contrapartida activos denominados en la misma moneda.

Por su parte, el Gobierno termina con obligaciones denominadas en moneda nacional (los bonos tomados por los bancos) y con activos denominados en UDIS (los préstamos a los fideicomisos). En consecuencia, el Gobierno es la entidad que absorbe el riesgo de que las tasas de interés de sus préstamos en UDIS resulten inferiores a las tasas reales que habrá de pagar por los referidos bonos.

Los créditos reestructurados en UDIS tienen vencimientos a medio y largo plazo, por lo que el costo fiscal potencial de este esquema se extiende durante un largo período.

Cabe mencionar que no han sido pocas las dificultades encontradas para poner en marcha el programa de UDIS. Escasa es la comprensión de numerosos funcionarios bancarios y de la mayoría de los deudores en cuanto a los resultados de la denominación de los créditos en esas unidades. Ello ha hecho necesario seguir trabajando en fórmulas que simplifiquen su aplicación.

d. Medidas de capitalización permanente

Las restricciones a la propiedad del capital social de los bancos comerciales han sido flexibilizadas con el objeto de atraer a nuevos inversionistas, tanto nacionales como extranjeros. A principios de este año se liberalizó la participación de las personas morales mexicanas en el capital de los bancos y se removieron algunos obstáculos para que bancos extranjeros establecidos en los países signatarios del Tratado de Libre Comercio de Norteamérica puedan adquirir el control de instituciones de crédito. No obstante, el nuevo precepto excluye la posibilidad de que personas físicas o morales de nacionalidad extranjera adquieran el control de los tres bancos más grandes del país.

Por otra parte, se han aplicado medidas adicionales tendientes a que las instituciones bancarias permanezcan sólidas y con adecuados niveles de reservas y capitalización. El Gobierno Federal, a través de FOBAPROA, ha proporcionado un incentivo al efecto, ofreciendo adquirir de los bancos, contra la toma por éstos de bonos a largo plazo emitidos por aquél, créditos debidamente calificados, por un monto equivalente al doble del capital fresco que los accionistas aporten. Los bancos mantienen a su cargo la administración de los créditos.

A la fecha, dos bancos se han acogido a este mecanismo. A uno de ellos le fue inyectado capital fresco por un banco español que adquirió el control. El otro aumentó su capital mediante aportaciones de sus accionistas y de otros inversionistas nacionales.

e. Supervisión

Se han adoptado diversas medidas para mejorar la supervisión financiera. Entre ellas, cabe destacar la fusión de la Comisión Nacional Bancaria y la Comisión de Valores, llevada a cabo con el propósito de facilitar una vigilancia consolidada. La Comisión está siendo fortalecida al incrementar su dotación de personal calificado. Además, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo le proporcionan asesoría técnica y apoyo.

La interrupción repentina del flujo de capitales del exterior a un país impone un ajuste inevitable. La responsabilidad de las autoridades es procurar que éste se efectúe de manera ordenada, para que la economía pueda recuperarse en el lapso más corto posible.

Las medidas adoptadas por las autoridades mexicanas y el apoyo internacional han permitido lograr un buen avance en el reordenamiento macroeconómico. La volatilidad del tipo de cambio ha disminuido notablemente, a la vez que la tasa

de inflación y, por consiguiente, las tasas nominales de interés, están descendiendo. El enorme problema de la corrida contra el país se ha disipado y, luego, se ha restablecido el acceso al mercado internacional de capitales. Este renovado acceso, junto con el brillante desempeño de las exportaciones, habrá de jugar un importante papel en la reanudación del crecimiento.

Todavía falta un largo camino por recorrer en la solución del problema de las carteras vencidas de los bancos. Pero están sentadas las bases para que, con algunas medidas complementarias y con el tiempo, pueda ser superado.

Por otra parte, la crisis presente no debe hacernos olvidar lo mucho que se ha hecho en los últimos diez años para imprimir mayor eficiencia a la economía mexicana. La reforma estructural que se ha venido realizando, parecida en muchos aspectos a la que Chile emprendió en forma tan exitosa con antelación, nos hacen abrigar fundadas esperanzas en la recuperación del desarrollo económico de México.

MESA REDONDA

LOS DESAFIOS DE LA BANCA CENTRAL HACIA EL AÑO 2000

PRIMERA PARTE

Intervención del señor Roque Fernández

PREVENCION DEL RIESGO SISTEMICO EN CRISIS FINANCIERAS

Desde épocas bastantes primitivas de la banca el retiro generalizado de depósitos fue una preocupación permanente. El concepto "riesgo sistémico" es el que mejor representa esta preocupación, y su persistencia a través de los siglos como uno de los principales problemas de la banca radica en la interpretación de que es un riesgo no diversificable.

Varias pueden ser las causas que generen un riesgo sistémico, y en Argentina, en las últimas décadas, hemos tenido retiros generalizados de depósitos debido a incertidumbre tanto por insolvencia del sistema financiero, como por devaluaciones o reprogramaciones de depósitos. Dada la naturaleza excepcional de estas situaciones cuyo origen cierto generalmente ha sido la imposibilidad de asegurar la solvencia fiscal del Estado Nacional, no fue posible que el Banco Central -como ente regulador- estructurara un marco normativo capaz de neutralizar el riesgo sistémico originado en la insolvencia fiscal.

Sin embargo, el Banco Central lo intentó varias veces. Frente a la emisión monetaria para financiar al Estado se trató de esterilizar con encajes remunerados y deuda pública aumentando la insolvencia del Estado. Frente a crisis de balanza de pagos por falta de competitividad externa se impusieron controles de cambios que incentivaron la fuga de capitales. Frente a un alto costo del crédito se controlaron tasas de interés que produjeron menor ahorro doméstico y menor crédito. El retiro generalizado de depósitos y la desintermediación financiera se dio simultáneamente con una mayor volatilidad en la tasa de inflación y en el tipo de cambio. El Banco Central perseverantemente convalidó esta dinámica emitiendo más dinero; ya sea para el Estado Nacional o los Estados Provinciales; ya sea para bancos insolventes o para los depositantes de bancos insolventes.

Los frustrantes resultados en estabilización financiera que culminan en la hiperinflación de 1989 obligaron a repensar el marco normativo vigente. La Ley de Reforma del Estado puso en marcha la modificación tanto de la Carta Orgánica del Banco Central como la Ley de Entidades Financieras; y la Ley de Convertibilidad aseguró un sistema monetario transparente que dio estabilidad al peso. Estas modificaciones, junto a otros cambios legislativos y de regulaciones del Banco Central conformaron una nueva estructura normativa que se somete a

prueba a través del riesgo sistémico que se originó en la devaluación mexicana de diciembre de 1994.

Por primera vez en mucho tiempo se afronta un problema sistémico exclusivamente de iliquidez. Esto no significa que la solvencia fiscal del Estado fuese algo generalmente aceptado. Por el contrario, hubo más de un analista que manifestó sus dudas a este respecto, aunque reconociendo que medidas de política fiscal que evacuaran tales dudas no hubiesen sido suficientes para revertir la crisis. A continuación trataremos de definir algunos aspectos fundamentales del concepto de riesgo sistémico de iliquidez, para luego avanzar sobre los aspectos más relevantes de la nueva estructura normativa vigente.

A los efectos de ordenar la discusión resulta conveniente distinguir los agentes de decisión que participan en la intermediación financiera desde la captación de fondos del público y su aplicación en actividades de riesgo, hasta la liquidación judicial y quiebra de la entidad financiera. Aunque parezca una secuencia extraña, conviene comenzar a analizar el proceso de liquidación y quiebra porque las expectativas de resolución de este conflicto afectan significativamente la conducta de los agentes que intervienen en las etapas anteriores.

Transferencia, disolución y liquidación de entidades financieras

El anterior marco normativo imponía al Banco Central la responsabilidad de administrar el proceso de liquidación de las entidades financieras. Esto se llevaba a cabo en dos etapas: la etapa de la intervención y la etapa de la liquidación. En la primera etapa un interventor desapoderaba la conducción de la entidad (directorío y gerencia general) y resolvía la situación transfiriendo la entidad o transfiriendo activos y pasivos -por ejemplo sucursales- tratando de ordenar los procesos administrativos y el gerenciamiento para normalizar la entidad.

De fracasar la etapa de la intervención se ponía en funciones un delegado liquidador con atribuciones para realizar activos, cancelar pasivos y gestionar la quiebra judicial. Tanto el interventor como el liquidador podían administrar el proceso de devolución de depósitos; si los activos de la entidad no resultaban suficientes el Banco Central cubría el faltante girando sobre un fondo de garantía (si existía algún saldo) o directamente emitiendo dinero.

La Superintendencia de Bancos, mediante veedores o funcionarios del área técnica evaluaban el cumplimiento del marco normativo general donde confluían investigaciones, sumarios y expedientes de toda índole. Una amplia mayoría de los expedientes despachados por la Presidencia del Banco Central en el período 1991-1994 correspondieron al régimen de control de cambios de la década del ochenta. Desde grandes infracciones en operaciones de comercio exterior hasta pequeñas infracciones de cambistas no autorizados de la calle San Martín ("arbolitos"), generaban voluminosos expedientes insumiendo una parte significativa de los recursos humanos; tanto a nivel técnico como de conducción superior. Ocasionalmente el Directorío del Banco Central tomaba conocimiento de sancio-

nes administrativas e inhabilitación a presidentes, directores o síndicos de entidades financieras por violación de normas prudenciales.

En este proceso, el mecanismo de incentivos en juego era el siguiente: el depositante cuyo monto estaba cubierto por la garantía limitaba su análisis al servicio brindado por la entidad y a la remuneración del depósito. El depositante sin cobertura evaluaba los conceptos anteriores más la solvencia de la entidad. La gerencia y el directorio de las entidades asumían responsabilidades por la administración del sistema de control de cambios y por el cumplimiento de normas prudenciales, teniendo en cuenta que una infracción cambiaria se la sancionaba con mayor rigor que una infracción al régimen prudencial.

En este esquema, la gerencia podía llegar a subordinar la defensa de los intereses de los accionistas al cumplimiento del marco normativo. Por supuesto que esto dio lugar a que el interés del accionista (y de la gerencia) fuera mejor representado en mesas de dinero no autorizadas, que en algunos casos adoptaron la figura más elegante de "banca off-shore". En muchos casos la banca off-shore también representó mejor los intereses de los grandes depositantes ante incertidumbre de tipo macroeconómica.

Al producirse la insolvencia de una entidad, los incentivos en juego operaban de la siguiente forma. La gerencia y directorio, que presumiblemente eran los primeros en tomar conocimiento de la situación, y reconociendo que la insolvencia es un problema de stocks (activos que no cubren pasivos), desarrollaban una política de administración de pasivos subiendo la tasa ofrecida de manera tal que el flujo de nuevos depósitos complementara el insuficiente rendimiento de los activos que se necesitaba para satisfacer el flujo de egresos.

La administración de pasivos es tal vez la más inocente de un amplio menú de estrategias de alto riesgo que intentan lograr la resurrección de una entidad muerta. Esta ancestral práctica del jugador de azar, que una vez perdido su capital se endeuda para apostar nuevamente con la esperanza de que un golpe de suerte le devuelva su fortuna, en los sistemas financieros tiene la particularidad de que la deuda no la paga el jugador de azar (gerencia y directorio). El hecho de que la deuda la paguen los depositantes, fondos de garantía o el Estado Nacional es uno de los componentes del riesgo moral que domina estas situaciones. Otros componentes tienen que ver con la posibilidad de administración fraudulenta por parte de la gerencia y directorio con o sin la connivencia de accionistas principales.

En las estrategias de alto riesgo los incentivos del accionista no son muy diferentes a los de la gerencia y directorio, ya que, producida la pérdida de capital, coparticipan del beneficio pero no de sus costos. Producida la liquidación de la entidad después de un proceso de intervención, el accionista tiene una chance adicional de apostar a la resurrección en el sistema judicial. Existen antecedentes de casos donde el Banco Central ha sido demandado a pagar dos veces por la misma entidad bajo el criterio de que el que paga "mal" paga dos veces. En una primera instancia devuelve todo el pasivo mediante la garantía de depósitos, y en

una segunda instancia es demandado por el accionista a devolver todo el activo (y curiosamente no el patrimonio neto) bajo la argumentación de que la entidad era solvente y fue la intervención del Banco Central la que produjo la insolvencia.

En ausencia de costo de ejecución de la garantía, al igual que la gerencia y el accionista, el incentivo del pequeño depositante es precisamente concurrir a las entidades de alto riesgo porque participa del juego de azar recibiendo el beneficio pero sin afrontar costo alguno.

Este mecanismo de incentivos a nivel de entidad financiera puede tener connotaciones dinámicas en el agregado donde la tasa de interés puede seguir trayectorias dominadas por el proceso de administración de pasivos, en lugar de los tradicionales procesos determinados por la oferta y la demanda monetaria. En la crisis financiera Argentina del final de la década del setenta, la apuesta a la resurrección y la administración de pasivos se dio, entre otros, en los bancos BIR, Los Andes, y Oddone -los más grandes del sistema que lideraron la quiebra de muchas otras entidades en la década del ochenta.

Por supuesto que la liquidación y quiebra no es el único mecanismo de resolución del problema de insolvencia. Fusiones, absorciones, y nacionalización de bancos han sido métodos frecuentemente aplicados en diversas crisis. También existe el mecanismo designado "banco puente" donde la entidad financiera, o parte de ella, continúa en un proceso de administración temporaria por un potencial adquirente (que asume riesgos limitados) o por un ente oficial con la expectativa de revertir la situación de crisis (proceso similar a la intervención por el Banco Central).

Régimen de liquidación e incentivos compatibles con la estabilidad financiera

De la discusión anterior surge claramente la posibilidad y la existencia real -no sólo en Argentina sino también en muchas otras partes del mundo- de un régimen normativo donde accionistas, directores y gerentes, y aun depositantes, no sufren mayores costos como consecuencia de la liquidación de una entidad.

Las modificaciones al régimen normativo que se ponen en vigencia al comenzar la década del noventa, toma en cuenta las limitaciones detectadas tratando de lograr un régimen más compatible con la estabilidad financiera. Es decir se introducen cláusulas específicas que tienden a evitar la "administración de pasivos" y "apuesta por resurrección" por parte de accionistas, directores y gerentes; y se hace participar a los depositantes del riesgo de la actividad financiera.

En primer lugar, se elimina la posibilidad de intervención y liquidación por parte del ente regulador. Encontrándose afectada la liquidez y/o solvencia de una entidad que, a juicio del Banco Central, no pudiera resolverse por medio de un plan de regularización y saneamiento se puede revocar la autorización para fun-

cionar comunicando de inmediato al juzgado comercial competente para que tome intervención directa en el proceso de liquidación y/o quiebra.

En segundo lugar, se establece un régimen de privilegio para pequeños depositantes como paso previo a la instrumentación de una garantía limitada de depósitos. Hasta la suma de \$ 5.000 por persona, los depositantes tienen un privilegio "especial, exclusivo y excluyente" sobre los fondos disponibles en concepto de efectivo mínimo. A continuación, siguen en el orden de privilegios los depósitos constituidos a plazos mayores a 90 días, y finalmente, el remanente de los depósitos.

En tercer lugar, se limita la responsabilidad del Banco Central y del Estado Nacional en los actos vinculados a los procesos de suspensión y revocación, excepto que se pueda demostrar la existencia de dolo.

Estas modificaciones intentan lograr dos objetivos: por un lado consiguen bloquear la estrategia del accionista que apuesta por resurrección con posterioridad a la revocación de autorización para funcionar; y por otro lado, limitan el incentivo al ahorrista de coparticipar en los beneficios de la administración de pasivos ante la posibilidad de existencia de costos de transacción en la ejecución de privilegios y garantía. No eliminan los incentivos de accionistas y gerencia de instrumentar estrategias de alto riesgo en la gestión operativa normal, es decir, previa a la revocación para funcionar. El bloqueo de tales incentivos corresponde al régimen normativo prudencial.

Eliminando los beneficios que el ahorrista percibe por coparticipar en estrategias de alto riesgo se lo puede someter a ser víctima de accionistas y gerencia si estos optaran por tomar al "depositante como rehén". Esta estrategia consiste en maniobras judiciales dilatorias orientadas a utilizar la ansiedad de pequeños ahorristas como instrumento de coerción política. A menudo estas estrategias tienen éxito consiguiendo un salvataje oficial o la "nacionalización de la banca".

Para bloquear esta estrategia, la nueva normativa vigente permite al Banco Central, previo a la revocación para funcionar, utilizar los encajes y pagar los privilegios a los depositantes.

En síntesis, el nuevo marco normativo tiene elementos que inhiben al depositante, tanto el grande como el pequeño, a participar en estrategias de alto riesgo y bloquean apuestas por resurrección por parte de accionistas con posterioridad a la revocación para funcionar. A continuación, se discuten los incentivos durante la operación normal y el rol que cumple el ente regulador.

Marco conceptual de la regulación bancaria

¿Es necesaria la regulación? Quienes argumentan que no es necesaria interpretan a la empresa bancaria igual que una empresa que se dedica a cual-

quier otra actividad, y, por lo tanto, no debería ser objeto de un marco normativo especial. Quienes operan como depositantes y acreedores son exactamente la mismas personas que toman o dan crédito en numerosas transacciones de la economía donde el régimen contractual se rige por un marco jurídico de naturaleza convencional y bastante uniforme en la comunidad internacional de negocios.

Quienes argumentan en favor de la regulación, distinguen en el sistema financiero al menos tres características especiales que lo hacen bastante diferente del resto. En primer lugar existe la transformación de plazos, mediante la cual una entidad financiera capta fondos de corto plazo y otorga préstamos de largo plazo. El hecho de que los fondos captados se llamen "depósitos" permiten vender la ilusión de que el dinero puede estar disponible y prestado al mismo tiempo. Esta confusión entre dinero y crédito es exclusiva del sistema bancario, puesto que otros instrumentos e instituciones que transforman plazos no pueden captar "depósitos". Una empresa que financia un proyecto de inversión a diez años con emisión de deuda a dos años no puede denominar a su deuda depósito.

La argumentación de que la industria de transformación de plazos tiene características intrínsecas especiales y que requiere protección del Estado es tan antigua como la teoría de la protección arancelaria para el resto de los sectores industriales.

En segundo lugar, el sistema financiero se encarga de administrar el sistema de pagos. El dinero, y los sustitutos cercanos del dinero como cuentas corrientes, cajas de ahorro, y certificados de depósitos transferibles requieren la intervención de entidades bancarias, sistemas de compensación y custodia de valores. Normalmente se interpreta que esta función constituye un engranaje fundamental en el normal desenvolvimiento de la economía, y por lo tanto requiere de particular atención.

En tercer lugar, los bancos son las instituciones donde las personas de escasos recursos "depositan" sus ahorros. Tanto en Argentina como en otras partes del mundo, prevalece la preocupación del legislador de establecer un esquema de protección para el pequeño depositante.

Sin entrar en el detalle sobre los méritos de cada argumento, supondremos que la regulación es necesaria y trataremos de describir las características principales y los objetivos perseguidos con dos cuerpos normativos básicos que son los requisitos de liquidez y los requisitos de capitales mínimos.

El requisito de liquidez más primitivo que se conoce es el encaje o efectivo mínimo que los bancos deben mantener depositados en el Banco Central para afrontar situaciones excepcionales de retiro de depósitos. La principal ventaja del efectivo mínimo consiste en su simplicidad y en la facilidad de control por parte del ente regulador. Su desventaja consiste en que encarece la intermediación financiera porque los depósitos en el Banco Central -según Carta Orgánica- no pueden ser remunerados.

La no remuneración configura una especie de impuesto implícito sobre los encajes que tiene su impacto sobre la estructura de capital del banco hacia un mayor ratio de capital a depósitos. Al brindar el depósito de corto plazo servicios de naturaleza monetaria tiende a recibir una remuneración menor a un instrumento del mercado de capitales (por ejemplo una acción u obligación negociable) y, de no existir encajes, se constituiría en la fuente de fondeo preferida por las entidades financieras. El encaje no remunerado reduce esta ventaja y tiende a disminuir el "palancamiento" o incrementar el ratio de capital a depósitos.

Un requisito de liquidez más complejo consiste en definir y controlar una medida de la brecha de liquidez sobre la base de la estructura a término de la cartera activa y pasiva. El efectivo mínimo pasa a cumplir un doble rol: por un lado, pasa a ser uno de los activos de corto plazo con liquidez absoluta a computar en la brecha de liquidez, y por otro, al ser no remunerado, limita el incentivo a un excesivo palancamiento en base a depósitos de corto plazo.

También limita el palancamiento el requisito de capitales mínimos. Es precisamente en este concepto donde se han producido mayores novedades en la última década. A través de un standard definido por el Banco de Acuerdos Internacionales de Basilea, al comenzar la década del noventa, muchos países -entre ellos Argentina- adhieren a un requisito de capitales mínimos en proporción a los activos ponderados por sus riesgos.

Tanto el requisito de efectivo mínimo como el requisito de capital mínimo integran el conjunto de restricciones básicas que determinan la conducta de la entidad financiera. Dependiendo del contexto de la economía en el cual opera un banco, en algunos casos el efectivo mínimo actúa como una restricción efectiva limitando el crecimiento de la firma, y en otros casos, es el capital mínimo la restricción efectiva siendo el encaje una restricción redundante. En general, previa a la crisis generada por la devaluación mexicana, los grandes bancos comerciales nacionales, con importantes montos de cuentas a la vista, encontraron en el encaje la restricción efectiva; mientras que bancos comerciales del interior encontraron en capitales mínimos la restricción efectiva.

Más allá del importante rol de los requisitos de encaje y de capitales mínimos para la configuración de la estructura de capital de la empresa, en el agregado cumplen el rol adicional de reserva especial para crisis sistémica. El capital como colateral importante de la cartera activa en operaciones interfinancieras. El encaje como reserva líquida, y en gran medida el instrumento "clásico".

En la reciente crisis sistémica el efectivo mínimo y las reservas excedentes del Banco Central contribuyeron significativamente a evitar el colapso del sistema. La política de encajes se utilizó en base a dos criterios: primero, mediante la reducción de encajes que permitió la generación primaria de liquidez; y segundo, estableciendo un encaje de 2% sobre el nivel de depósitos previo a la crisis (noviembre de 1994) que se asignó a la red de seguridad con participación del Banco de la Nación para mantener vigente préstamos interfinancieros en los momentos más álgidos de la crisis.

La garantía de depósitos también contribuyó a la estabilización de la crisis, principalmente en las entidades pequeñas, al igual que el estado de solvencia general del sistema al cual siempre contribuye la vigencia de un régimen prudencial adecuado. Este régimen regula el riesgo económico y el riesgo moral. El riesgo económico se trató de limitar mediante estándares de fraccionamiento de riesgo y estrictas normas sobre previsionamiento de crédito.

El riesgo moral se controló con normas específicas sobre límites de préstamos a empresas vinculadas y grupos económicos más un sistema de información consolidada que permite evaluar relaciones técnicas sobre grupos empresarios relacionados.

Conclusiones

La prevención del riesgo sistémico se construye en base a una serie de elementos que contribuyen a conformar y estructurar el sistema financiero, y en donde los incentivos de los agentes que operan se orienten a preservar prácticas sanas de intermediación financiera.

El rescate de entidades con fondos públicos, garantías ilimitadas de depósitos, o la percepción generalizada de las entidades grandes nunca quiebran ("too big to fail") generan incentivos incorrectos que más que prevenir una crisis son una invitación a la crisis sistémica.

El marco normativo de resolución de una situación de insolvencia debe claramente contemplar un sistema de incentivos que desalienten las conductas de alto riesgo especialmente cuando los costos de tales conductas se pueden trasladar a terceros. El sistema de incentivos debe abarcar tanto a depositantes, gerencia, y accionistas, como al ente regulador y al sistema judicial.

Sin prestamista de última instancia o con fondos limitados para dar asistencia, los requisitos de liquidez y capitales mínimos realzan su importancia. Pero no hay que llamarse a engaños. El riesgo sistémico es un problema que va mucho más allá de la existencia o no de un prestamista de última instancia. En general, la solidez estructural del sistema financiero es quizás el elemento más importante para que la quiebra de una entidad -por grande que sea- o un shock macroeconómico -por imprevisto que sea- no se convierta en un problema sistémico. Para sistemas con fuerte transformación de plazos, la solidez estructural se logra con incentivos correctos, un marco normativo prudencial, y una adecuada supervisión bancaria.

Intervención del señor Miguel Mancera

El tema de esta mesa redonda es ciertamente oportuno. La internacionalización de los mercados no es un fenómeno pasajero y es probable que sus efectos tengan, cada vez, mayor alcance. Esta perspectiva presenta enormes desafíos para las autoridades financieras de una gran diversidad de naciones, incluyendo, de manera especial, a las de los países emergentes.

Es bien sabido que si a una economía no le llega capital externo, la inversión nacional tiene como límite el monto del ahorro interno, el cual no siempre es muy grande. Por esta razón resulta tan útil la canalización de flujos de capital hacia los países en desarrollo que, así, obtienen la posibilidad de acelerar su crecimiento económico. Ello es particularmente importante en vista de que, al depender el volumen del ahorro nacional de un gran número de factores, incluso culturales, su elevación rápida, sustancial y permanente no es fácil de lograr.

Los recursos externos a largo plazo son los más deseables para complementar al ahorro interno. Sin embargo, la eliminación de impedimentos legales a la libre movilidad internacional del capital, si bien es condición necesaria, no lo es suficiente, para que aumente la disponibilidad de ese tipo de recursos. De hecho, se ha observado que el componente de corto plazo en los flujos internacionales de capital es el que tiende a mostrar mayor dinamismo, por lo menos en algunas economías latinoamericanas. Buena parte del capital internacional busca ganancias en el corto plazo, no se compromete con un futuro distante y se desplaza con rapidez cuando las condiciones cambian. Por el contrario, escaso suele ser el ahorro externo disponible para apoyar en forma confiable un excedente duradero de la inversión sobre el ahorro interno.

La experiencia reciente indica que buena parte de los flujos internacionales de capital son volátiles y que sus fluctuaciones se deben tanto a circunstancias del país receptor, como a lo que sucede en el resto del mundo. Alteraciones drásticas del comportamiento de dichos flujos inciden de manera inexorable en los resultados de la política económica del país afectado. Por consiguiente, hoy, más que nunca, resulta imprescindible formular estrategias para dar respuesta adecuada al fenómeno en cuestión.

Antes de sugerir qué estrategias podrían adoptarse ante estos desafíos, permítanme hacer un breve comentario sobre los movimientos en el tipo de cam-

bio real y la evolución de la cuenta corriente de la balanza de pagos en el contexto de entradas masivas de capital del exterior.

De acuerdo con la mecánica de la balanza de pagos, las entradas netas de capital del exterior deben tener como contrapartida una acumulación de reservas internacionales en el banco central y/o el surgimiento o expansión del déficit en la cuenta corriente. De manera análoga, la salida neta de capitales va acompañada necesariamente por una pérdida de reservas internacionales y/o una tendencia en la cuenta corriente opuesta a la recién mencionada.

Con algunas salvedades y "ceteris paribus", es posible afirmar que tanto en un régimen de tipo de cambio fijo, como en uno de flotación, el déficit en la cuenta corriente aumenta si el flujo de entrada de capitales del exterior se amplía. A la vez, se generan presiones tendientes a la apreciación del tipo de cambio real.

Con un tipo de cambio fijo, la apreciación real se da por la vía de la inflación interna y tal efecto será más o menos agudo en función del esfuerzo de esterilización que, en su caso, se lleve a cabo. Con un tipo de cambio flotante, la apreciación real es causada por la revaluación del tipo de cambio nominal.

La ampliación del déficit en cuenta corriente y la apreciación real del tipo de cambio del país receptor son fenómenos que no se pueden disociar de las entradas de capital. Sin embargo, con gran frecuencia sucede que las mismas voces que aconsejan la liberalización de los movimientos internacionales de capital y que aplauden la habilidad para atraerlo, expresan preocupación cuando se presentan sus inevitables consecuencias.

Esto no deja de causar perplejidad, ya que, en esencia, estas consecuencias no son en principio indeseables. ¿Por qué entonces tal temor? Tal vez una reflexión sobre lo que ocurre entre regiones de un mismo país y entre distintos países dé algunas luces sobre esta intrigante cuestión.

En una economía abierta, los precios de los bienes comerciables (convertidos a una unidad común de comparación a través del tipo de cambio) no pueden diferir en forma notable de los del resto del mundo. Por supuesto, esta tesis es válida en tanto no existan costos importantes asociados al transporte internacional de mercancías, no haya diferencias notables entre ciertos impuestos internos y los análogos del resto del mundo y la eficiencia del comercio interno sea similar a la que priva en otros países significativos para el caso de que se trate. En estas condiciones, la apreciación o depreciación del tipo de cambio real puede entenderse como el crecimiento más o menos rápido de los precios de los bienes no comerciables en relación con los de los comerciables.

Conforme a lo anterior, es posible pensar, aun cuando de pronto parezca extraño, en la posibilidad de apreciaciones o depreciaciones del tipo de cambio real entre regiones de un mismo país. Esto, a pesar de que compartan una misma moneda. No debe olvidarse que el tipo de cambio real no es el precio de una

moneda en términos de otra, sino un índice que refleja las diferencias entre las inflaciones observadas en dos lugares, así como también la evolución del tipo de cambio nominal de las monedas circulantes en esos lugares, pero éstas no necesariamente tienen que ser diferentes. Por consiguiente, no hay nada que en principio impida utilizar el concepto del tipo de cambio real en el análisis de las relaciones económicas entre regiones de un mismo país.

Es indudable que los precios de los bienes no comerciables pueden variar y de hecho varían en alguna zona de un mismo país con mayor o menor rapidez que en otra y que ello da lugar a movimientos en el tipo de cambio real entre ellas. Sin embargo, dada la existencia de una moneda común, la eventual apreciación o depreciación del tipo de cambio real en alguna de esas regiones no causa preocupación a sus habitantes ni tampoco a los mercados financieros, no obstante que, en lo fundamental, estamos observando el mismo fenómeno que, cuando ocurre en el ámbito internacional, sí suele ser causa de preocupación.

Suponiendo que las distintas regiones de un país estimaran sus balanzas de pagos, lo más probable sería que unas mostraran déficit o superávit corriente y otras superávit o déficit de capital. Los déficit en cuenta corriente podrían, incluso, ser de gran magnitud en relación con el producto regional y persistir por períodos prolongados. Esta situación, que de seguro existe con frecuencia, no despierta inquietud alguna acerca de la solvencia de las respectivas regiones por la simple razón de que no se conoce.

Si en el mundo, como en los países, existiera una sola moneda, el déficit en la cuenta corriente y las variaciones en el tipo de cambio real difícilmente serían fuentes de intranquilidad. Tampoco lo serían para países que conforman una unión monetaria, aunque sí podrían serlo para ésta en su conjunto.

En teoría, la apreciación del tipo de cambio real y los déficit en cuenta corriente debieran despertar preocupación sólo en la medida en que tuvieran su origen en la inversión en proyectos de escasa o dudosa rentabilidad financiados con deuda externa. Desafortunadamente, en este aspecto la realidad no se apega del todo a la teoría. Quizá por un viejo atavismo, cuando se trata de países con moneda propia, la apreciación del tipo de cambio real y la ampliación en el déficit en la cuenta corriente continúan siendo vistos con recelo.

Vale la pena señalar otro problema que pueden traer consigo los flujos de capital cuando se producen masivamente porque un país está de moda. Por la facilidad con que en tal caso se obtienen los financiamientos, éstos resultan más expuestos al riesgo de aplicarse a proyectos insuficientemente evaluados o que se ejecutan con descuido. La secuela inevitable de estas ligerezas es la aparición, con posterioridad, de problemas graves para cumplir con las obligaciones financieras contraídas.

Así, pues, ante la suspicacia con que los déficit grandes en cuenta corriente son vistos y ante la dificultad para absorber con eficiencia entradas masivas de

capital, puede ser aconsejable interponer a éstas obstáculos que reduzcan su magnitud.

Sin embargo, reducir las entradas de capital no resulta sencillo si éstas se derivan de la iniciativa de inversionistas extranjeros deseosos de adquirir activos financieros en el país y si, a la vez, no se quiere interferir con el libre movimiento internacional de capitales.

¿Qué se puede hacer para obstaculizar las entradas exógenas de capital del exterior y/o para minimizar sus efectos indeseables?

Una posibilidad es recurrir a ordenamientos legales. Pueden expedirse disposiciones que limiten o hagan selectivas las entradas de capital, por ejemplo, restringiendo las inversiones de corto plazo.

Una segunda vía podría ser la adopción de un régimen de flotación libre del tipo de cambio o el establecimiento de una banda cambiaria sumamente amplia. En ambos casos, se haría más riesgosa la inversión extranjera a corto plazo y, por consiguiente, se le inhibiría en alguna medida.

Una tercera opción, sería la de compensar los efectos monetarios de las entradas de capital. Sin embargo, el banco central habría de considerar que, de ser las tasas de interés internas más elevadas que las externas, la esterilización le implica pérdidas, las cuales pueden llegar a ser de magnitud inmanejable. Además, la esterilización conduce a desplazar gasto financiable con recursos internos, quizá inversiones de pequeñas y medianas empresas, para acomodar las erogaciones financiadas con recursos del exterior, presumiblemente las de las grandes empresas, inclusive las transnacionales.

Una cuarta posibilidad sería la de llevar a cabo ajustes fiscales compensatorios, lo que requeriría generar un superávit de las finanzas públicas o aumentarlo, de tal forma que el gasto privado financiado por las entradas de capitales no causara un incremento del gasto agregado total. Esto, sin embargo, es muy difícil de lograr de manera expedita, toda vez que las disposiciones fiscales suelen estar sujetas a la aprobación parlamentaria. Además, la política fiscal debe atender importantes objetivos sociales cuya consecución no debe sacrificarse o postergarse tan sólo para abrir espacio a la inversión externa.

Cabe, por último, la posibilidad de aplicar, a la vez, varias de las medidas señaladas. Sería factible, de manera simultánea, obstaculizar administrativamente las entradas de capital, tener un régimen de flotación, incrementar en algún grado el superávit fiscal y esterilizar, afectando en alguna medida el régimen de flotación.

En resumen, no existen recetas simples, carentes de efectos desfavorables, que permitan a los bancos centrales responder con eficacia al desafío que significa la internacionalización de los mercados financieros. Pero, en todo caso, su actuación tendrá mejores probabilidades de resultar atinada si se analizan las experiencias obtenidas en otros países con las distintas opciones comentadas.

Con base en ese análisis y otras consideraciones, pueden adoptarse soluciones eclécticas.

Lo difícil de entender es que a veces se quiera, simultáneamente, dar libre entrada a caudalosas corrientes de capital, tener un régimen cambiario que impida tanto la apreciación real, como el desarrollo de un déficit en cuenta corriente, y abstenerse de realizar operaciones de esterilización, pensando que las contradicciones que todo esto implica pueden ser solucionadas por medio de un superávit de las finanzas públicas. Esta es la receta que, en forma por demás ingenua, proponen algunos que parecen ver la economía desde una torre de marfil.

Intervención del señor Miguel Urrutia

El tema de esta mesa redonda es el de los retos que deben enfrentar los bancos centrales hacia finales del siglo. En este contexto, y basándome más en la experiencia que en la teoría, he pensado que el principal desafío para los bancos centrales en la próxima década va a ser manejar con éxito la independencia que se les ha dado.

¿Qué quiero decir con manejar con éxito? Probablemente, implica lograr un crecimiento económico sostenible con poca variabilidad. La variabilidad en el crecimiento puede tener costos. Los procesos de ajuste tienen costos y tal vez vale la pena cuantificarlos. Por otra parte, la estabilidad también puede tener costos. Para lograr estabilidad económica, probablemente hay que crear instituciones que en sí mismas tienen costos y que pueden ser muy altos si funcionan mal. Por ejemplo, podemos citar los casos de los fondos de estabilización de precios, los que, aunque en teoría ciertamente contribuyen a disminuir la variabilidad del crecimiento económico, si funcionan mal pueden ser tremendamente costosos. Es más, en el campo de los fondos de estabilización de precios de las materias primas, se tiene la experiencia de que en la mayoría de los países que los han ensayado, los costos son mucho más altos que los beneficios; en los países americanos, en general, los fondos de estabilización acaban desestabilizando los procesos de choques externos.

Entonces, sin duda alguna, la estabilización tiene costos, pero también tiene beneficios muy grandes, y creo que estos son fundamentalmente de orden político. Las variaciones fuertes en desempleo, o en ingreso, no es algo que puedan manejar con facilidad los sistemas políticos. En los procesos democráticos, particularmente, una inestabilidad grande puede ser muy difícil de manejar dentro de un sistema que tenga elecciones cada cuatro años o algo por el estilo. En consecuencia, si se acepta este tipo de sistema político, probablemente va a ser necesario hacer grandes esfuerzos y grandes inversiones en la estabilidad del proceso de crecimiento económico. De aquí nace la importancia del planteamiento sobre bancos centrales.

Creo que si los bancos centrales escogen una estrategia que pueda implicar variabilidad grande en los procesos de desarrollo económico, aun en el campo cambiario o en el campo de la inflación, esas estrategias no van a ser aceptadas políticamente y van a cuestionar, o van a hacer inaceptable la autonomía de

los bancos centrales. Entonces, probablemente las estrategias que se escojan tienen que ser aquellas que minimicen esa variabilidad. Esta no es una recomendación fácil, entre otras cosas, porque, debido a los rezagos en materia de política monetaria y a la incertidumbre que tenemos o que debemos tener con humildad todos los economistas, en realidad no sabemos cuáles son las tasas de cambio de equilibrio ni los equilibrios en general. Debido a ello, se nos plantea el problema de cómo tratar de minimizar esa variabilidad, lo que nos conduce, a su vez, a la necesidad de desarrollar de manera muy especial la capacidad de previsión. Este es el gran reto. Cómo pueden los bancos centrales mejorar sus mecanismos para prever hacia dónde van las cosas.

Lo que sí es bastante seguro, es que si las decisiones macroeconómicas se posponen, es muy posible que el problema de inestabilidad aumente. Si uno ve que existen algunas presiones inflacionarias, pero comienza a pensar que es mejor no tomar medidas impopulares en un determinado momento porque, de pronto se arreglan las cosas, lo que es casi seguro es que si en efecto sí sigue aumentando la inflación, revertir el proceso terminará siendo algo mucho más difícil en el futuro.

Por lo tanto, el desafío es tratar de adelantarse para evitar estos procesos acumulativos de desequilibrio. En esto no se puede esperar mucho, porque el riesgo de equivocarse en materia de previsiones siempre tiene una probabilidad muy alta. Sin embargo, se debe hacer el intento, porque si no se trata de prever la manera de evitar esos procesos de desequilibrio acumulativos, la volatilidad puede aumentar, y con ello este tipo de estrategia económica puede ser inaceptable en términos políticos.

En conclusión, el planteamiento que dejo formulado -es más fácil hacer el planteamiento que encontrar las soluciones- es que para los bancos centrales no es indiferente el problema de la volatilidad. En términos políticos, esto quiere decir que si no podemos desarrollar estrategias que eliminen la posibilidad de grandes volatilidades, entonces, para la sociedad, muy probablemente le será inaceptable mantenerles su autonomía.

Intervención del señor Roberto Zahler

Quisiera centrar mi intervención en destacar el rol fundamental y los desafíos que enfrentará, en nuestro caso el Banco Central de Chile, durante los próximos años.

Debe señalar, previamente, que existen algunas características institucionales que determinan que cada país tenga su propia especificidad. En el caso de Chile podemos destacar al menos tres que tienen relación con algunos de los planteamientos formulados en esta mesa redonda.

La primera, es que el tema de la supervisión no está bajo la tutela del Banco Central, sino que de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, la que es independiente del Banco Central. Por lo tanto, en este campo nuestro rol es más bien complementario al rol prioritario de la Superintendencia.

La segunda característica se refiere al hecho de que nuestra economía tiene un grado de indexación muy generalizado. La extensión de esta práctica a los distintos mercados, con todos los beneficios y costos que pueda tener este proceso, determina la existencia de ciertas peculiaridades acerca de la forma en que diseñamos, formulamos y ejecutamos nuestra política monetaria.

La tercera, es que en Chile la deuda pública total, tanto interna como externa, es relativamente baja. Además, en el caso de la deuda interna, ésta se encuentra casi enteramente concentrada en el Banco Central; prácticamente no hay deuda interna del Fisco, lo que tiene también algunas implicancias desde el punto de vista de las cuentas del Banco Central y de las cuentas fiscales.

Es necesario tener presente estas particularidades institucionales al momento de precisar qué desafíos tenemos por delante. En este sentido, los logros obtenidos en nuestra experiencia durante los años noventa, sugieren que nuestro principal desafío es hacer más de lo mismo y hacerlo cada vez mejor.

En 1990 nuestra inflación se acercaba al 30% anual; hoy, es de menos de 10% y con tendencia decreciente. El crecimiento económico ha superado el 7% anual. El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos ha sido del orden de 1,5% del PIB en el último quinquenio, lo que es relativamente bajo, tanto desde el punto de vista internacional como de la oferta hacia Chile de financiamiento

externo de mediano y largo plazo. Todos nuestros indicadores de solvencia externa han ido mejorando en el tiempo.

En consecuencia, me parece necesario destacar que si logramos mantener esa tendencia por otro quinquenio más habríamos contribuido a posicionarnos en una situación extraordinariamente favorable en lo propiamente macroeconómico y en el ámbito de responsabilidad del Banco Central. Quizás más importante aún, estaríamos consolidando un marco que permita a la economía profundizar su internacionalización y su proceso de desarrollo, ofreciéndole creciente estabilidad al sector privado para llevar a cabo sus actividades. En el caso específico del Banco Central, debido a lo que le señala su ley orgánica, esta institución tiene que encargarse fundamentalmente de ser el garante de que la inflación vaya reduciéndose hasta alcanzar los niveles de los países industriales. El desafío es lograr dicho objetivo en forma sólida y sustentable en el tiempo.

No debemos olvidar que, al igual como ocurre en otros países, en el nuestro la memoria suele ser frágil, y cuando ya se han tenido algunos períodos de inflaciones relativamente bajas tendemos a olvidar rápidamente cuando éstas eran algo más altas, y podemos caer en una situación en la que damos por sentado que la inflación es baja y que no debemos preocuparnos demasiado en mantenerla baja, ni menos en continuar reduciéndola. Este es un tema extraordinariamente delicado, y el principal rol del Banco Central es estar permanentemente explicando la necesidad y conveniencia de lograr inflaciones bajas y controladas, llamando la atención acerca de la importancia de mantener la disciplina fiscal y políticas monetarias adecuadas.

En este sentido, debemos concentrar nuestra atención en dos áreas. La primera, consiste en que el Banco Central debe contribuir, junto con el Fisco, a diseñar un conjunto de políticas que garanticen que el gasto global de la economía no supere en términos de tendencia al crecimiento económico potencial. Para esto se requiere de: una política fiscal "seria", "conservadora" u "ortodoxa"; una política monetaria que no se traduzca en una expansión excesiva de los medios de pagos si se mira el problema por el lado cuantitativo, o, puesto de otra manera, que las tasas de interés se determinen en función de que el gasto privado sea compatible con el gasto público y con el crecimiento de la actividad; una política financiera "cuidadosa", lo que dice relación con el tema de la supervisión; una política cambiaria en la que el tipo de cambio se utilice fundamentalmente como un indicador de equilibrio externo más que como un ancla para el equilibrio interno; y una política de reservas internacionales que permita tener una integración seria en la economía internacional. En relación con esta última política, el disponer de elevadas reservas internacionales es una suerte de seguro que tiene una economía para enfrentar adecuadamente los shocks y la volatilidad de la economía internacional en el proceso de integrarse a la economía mundial. En la actualidad, Chile tiene probablemente las reservas internacionales más altas del mundo como porcentaje de su producto o en términos de meses de sus importaciones. En función de estos elementos, que son los elementos estándares de un buen diseño macroeconómico, es que debe analizarse la apertura de la cuenta de capitales, tema que analizaré con mayor detención más adelante.

Nuestra segunda área de preocupación tiene que ver con los esfuerzos en los que se debe perseverar para mantener la credibilidad en la política del Banco Central. Para esto, es crucial que el Banco esté permanentemente atento y no ceje en su empeño por reducir la inflación y por ser exitoso en lograr esta tarea. Esta es indudablemente una responsabilidad del propio Banco, y en su consecución existe una suerte de efecto recurrente positivo, un círculo virtuoso, en el sentido de que en la medida que se van conquistando las metas de inflación comprometidas, el Banco gana credibilidad y el propio anuncio de esas metas pasa a ser el ancla nominal relevante para las reducciones subsecuentes de la inflación.

El tema fundamental de discusión que sigue pendiente es cómo nos integramos a la economía internacional en el aspecto financiero. En esto, tienden a plantearse posiciones simplistas, en el sentido de creer que se está más integrado internacionalmente cuanto más "liberal" se es frente a las relaciones financieras internacionales, y tiende a olvidarse en cambio otras cuestiones fundamentales. Concretamente, si se analiza el nivel de las tasas de interés en Chile en la actualidad, y se las compara con las existentes en la mayor parte de los países latinoamericanos, podremos observar que la tasa en Chile es más baja que la de esos países, a pesar de que nosotros tenemos algunas restricciones a la entrada de capitales. Esta situación se explica porque el riesgo de devaluación y el riesgo-país para Chile hoy día son extraordinariamente bajos. Si nosotros colocáramos hoy, en los mercados internacionales, bonos del Gobierno o del Banco Central, posiblemente no tendríamos mayores dificultades en conseguir hacerlo a un margen sobre Treasury o sobre Libor de menos de un punto porcentual, probablemente en torno a medio punto porcentual. Cabe destacar que la experiencia de algunos países que recientemente han colocado bonos de esta naturaleza, demuestra que dicho margen ha sido de tres o cuatro puntos por sobre los referentes de comparación recién mencionados. El hecho de que los riesgos de devaluación y riesgo-país para una nación como Chile sean muy bajos es un indicador determinante del grado de confianza que el país está generando en el exterior, de la amplia disponibilidad y bajos costos de los recursos externos para Chile, lo que nos permite, a la vez, ser más selectivos en el tipo de capital que queremos recibir desde el exterior.

En consecuencia, debemos entender, en primer lugar, que la política monetaria que seguimos en Chile es una política de tasas de interés y éstas tienen que ser más altas que las tasas de interés de los países industriales, mientras no tengamos el ahorro, la inversión ni el stock de capital suficiente para igualar las tasas de interés a las de esos países. Sólo podremos ir disminuyendo estas tasas en forma gradual en la medida en que el país efectivamente vaya aumentando su stock de capital, proceso que se ha venido observando en el último tiempo. Sin embargo, mientras ello no ocurra, deberemos tener tasas de interés más altas que las de los países industriales, lo que nos obliga a ser especialmente cuidadosos en la velocidad y modalidad de integración o de apertura financiera a la economía internacional. Ello, debido a que enfrentamos tasas de interés bastante más bajas que las que apunta nuestra política monetaria, lo que

implica que, de llevarse a cabo ese proceso en forma abrupta, podría traducirse en un excesivo aumento del gasto y en una fuerte apreciación del tipo de cambio.

En conclusión, estimo conveniente llamar la atención al hecho de que, si estamos en una economía que por más de una década viene creciendo a una tasa elevada, con inflación decreciente, elevados niveles de ahorro e inversión, donde los salarios y la productividad evolucionan en forma bastante pareja, donde la tasa de desempleo ha venido disminuyendo sustancialmente -hoy día estamos en tasas cercanas a las que podríamos llamar friccional o tasa natural de desempleo- resulta excesivamente arriesgado intentar cambiar drásticamente el rumbo cuando realmente, desde el punto de vista del bienestar de todos los chilenos, no hay ningún motivo que lo justifique.

Por ello, quisiera terminar reiterando que el principal desafío para el Banco Central es hacer más de lo mismo que hemos hecho durante estos últimos años. Aunque esto pueda parecer algo simple, e incluso poco ambicioso, puedo asegurarles que enfoques diferentes de la realidad nacional, en general de más corto plazo y con una visión de equilibrio parcial en lugar de equilibrio general, unido a las presiones que se reciben de los diferentes sectores de la economía y de los distintos grupos de presión, hacen que esa tarea sea bastante más difícil de lo que pudiera parecer a simple vista y que cumplirla traería consigo un creciente aumento en el bienestar de los chilenos.

Intervención del señor Andrew Crockett

Central banks, and monetary authorities more generally, have to face challenges in the area of both monetary, or macro-economic stability, and financial system stability. It is natural that in the present circumstances we have heard somewhat more this afternoon about the macro-economic challenges facing central banks. But let me just say something about the financial stability question, because this is concerning the monetary authorities in industrial countries quite a lot.

In the area of price stability we know what the objective is and we know more or less how to go about it. That is not to say that it is easy, but the parameters of the approach are quite well known. But in the area of financial system stability, the emergence of new instruments and the blurring of distinctions between different kinds of financial institutions has created a whole new area of uncertainty about how we should approach the fundamental task of managing systemic risk. Safety nets can be designed but they may bring with them problems of moral hazard and inefficiencies in the financial system. If we look at this issue historically, thirty or forty years ago the way in which financial stability was ensured was through the compartmentalisation of financial activities. The banking franchise was very profitable, and therefore institutions were protected by the franchise value of the licences that they held.

There was very little need for additional protections for banks. But the weakness of that situation became evident as competition among financial institutions heated up in the 1970s and the 1980s, and as the protective value of the franchise was reduced. With the sovereign debt crisis of the 1980s it became apparent that a number of financial institutions in the industrial countries were at risk of becoming insolvent.

Systemic risk was contained by allowing banks not to write down the value of their claims —so-called regulatory forbearance— until their soundness was restored. In order to avoid a repetition of that situation, a focus on building capital as a means of strengthening the banking system was required. And so came the evolution of so-called risk based capital requirements: the 8% Basle ratio. But as time went on it became clear that this was rather a crude tool for measuring the risk in a bank's portfolio.

We know that you can protect against a risk either by holding capital against the risk or by acquiring another kind of asset that is a hedge against fluctuations in the value of the first one. An interesting innovation in the Basle Committee's recent proposals is to allow financial institutions themselves to calculate the correlations amongst the various risks in their portfolio in order to come up with a "value of risk" figure, which then forms the basis for calculating the capital requirements. The industrial countries are now moving in the direction of allowing financial institutions to calculate the risks in their portfolio using sophisticated mathematical models of the correlations amongst various kinds of risks, and allowing supervision to determine a sufficient capital cushion. In other words, getting out of the business of saying to a financial institution, these are the kinds of assets that you can invest in, these are the kinds of exposure you can have, and saying instead you decide what business you want to be in; you decide how many risks you want to run, and we will decide, based on your own internal calculations of where the risks are, the amount of capital that you need to hold.

That is potentially a very significant regulatory development. It is going to need to be buttressed by a degree of external supervision. There are some, New Zealand for example, that would go even further and say, provided financial institutions disclose all the risks that they run, we can leave it to the market to decide whether they are sufficiently capitalised. Those that are under-capitalised will be unable to get the necessary financing to run their portfolios.

I personally do not believe that this is a solution that will be accepted, or should be accepted, by the major financial countries. I would be very reluctant to do without the precaution of an official supervisory agency that determines, firstly, that models are satisfactorily designed and, secondly, that the amount of capital held is sufficient. But if we have that, disclosure can certainly play an important supporting role. We are going, in addition, to have to move away from doctrines of "too big to fail" and allow more market discipline.

MESA REDONDA

LOS DESAFIOS DE LA BANCA CENTRAL HACIA EL AÑO 2000

SEGUNDA PARTE

Intervención del señor Roque Fernández

Creo que todo tipo de política económica, monetaria, de estabilización o de supervisión bancaria requiere tener un marco conceptual lo suficientemente claro y requiere también tiempo para poder evaluar los resultados y corregir aquellos errores que se puedan haber estado cometiendo.

Recuerdo, con motivo de una invitación a una conferencia en Colombia, hace varios años, en que se celebraban los treinta años de la puesta en vigencia del Estatuto Cambiario, que esos treinta años de alguna manera reflejaban la vigencia de un *crawling-peg*, o sea de ir ajustando el tipo de cambio a base de ciertos criterios, y lo que en ese momento se celebraba diría que era el haber dejado atrás cierto dogmatismo con respecto a tratar de utilizar la política cambiaria con fines muy diferentes como, por ejemplo, controlar precios o controlar movimientos de capitales. Creo que Colombia, bastante antes que Chile, empezó a tener un crecimiento sostenido del orden de cuatro o cinco por ciento anual durante casi treinta años, simplemente por haber asumido cierto pragmatismo y haber permitido analizar con cierto realismo un elemento tan importante como fue la política cambiaria de esos años. Si consideramos sólo los países de la región, Colombia es el que con toda probabilidad, más allá de los vaivenes que pueda haber tenido en algún momento, ha presentado la trayectoria más estable en términos de un buen nivel de crecimiento y de bajos niveles de inflación.

Después le sigue Chile, que ya lleva casi veinte años desde que comenzó la transformación de su economía, orientándola hacia un manejo más racional de los recursos, dándole más importancia a la asignación de éstos por parte del mercado, y privilegiando, junto con Colombia, el proceso de la apertura económica. Chile, evidentemente es uno de los países que más énfasis ha puesto en estos temas, y el haber persistido en ese esfuerzo, como asimismo el ir perfeccionándolo permanentemente con respecto al tiempo, ha significado para el país obtener los resultados que hoy estamos viendo.

Otros países comenzaron muchísimo más tarde. El mío en particular, es un país que hace seis años estaba en el caos de la hiperinflación y el haber llegado prácticamente a la absoluta estabilidad de precios no es un logro menor. Sin embargo, esto no significa que eso sea todo. Debemos ver si vamos a ser capaces de sostener esto a lo largo del tiempo y, sin lugar a dudas, si lo logramos hacer, vamos a poder observar también importantes beneficios para nuestro país.

América Latina ha aprendido mucho en el último tiempo, y uno de los elementos más importantes para convencer a la clase política sobre qué tipo de modelos o de esquemas se deben seguir es, precisamente, conocer los éxitos que pueda estar experimentando un país vecino. Nosotros podemos, como economistas, argumentar muchas horas y escribir muchos artículos en los diarios y en las revistas acerca de las bondades de la economía de mercado y creo no equivocarme si les aseguro que difícilmente podamos tener algún impacto sobre la clase política. Lo que verdaderamente logra ese impacto es ver que otros países en situaciones similares, con rasgos culturales muy parecidos, logran instrumentar buenas políticas y tener éxitos con ellas. Los casos de Colombia y Chile indudablemente han influido de una manera significativa en el caso de Argentina, más Chile que Colombia por tenerlo más cerca. Estos dos países son modelos que ayudan muchísimo no sólo a mejorar la situación de nuestro propio país, sino que a transmitir sus experiencias, como si se tratara de un virus de la verdad para otros países, y a la larga ello se traduzca en un efecto bastante saludable para toda la región.

Intervención del señor Miguel Mancera

México es el país que actualmente se encuentra en la situación menos favorable en comparación con los países latinoamericanos aquí representados, mejor dicho aún, es el único que está en una situación claramente desfavorable. Ello nos lleva a preguntarnos, qué es lo que ha fallado en México? porque, independientemente de los efectos de la reciente crisis, tenemos diez años de haber iniciado la reforma estructural, y sin embargo, el crecimiento económico en estos diez años ha sido en promedio pobre. Pueden haber muchas reflexiones tratando de descubrir qué es lo que ha sucedido, qué es lo que se ha hecho mal, o cuáles son las circunstancias -sin haberse hecho nada mal- que han determinado ese desempeño relativamente pobre.

Quizás debamos examinar también algunas cuestiones que no son solamente las que están en manos de las autoridades económicas o financieras del país. Por ejemplo, puede ser una causa importante, en la búsqueda de una explicación, el crecimiento fenomenal que ha tenido la población en México en los últimos treinta o cuarenta años. Hace unos veinte años México experimentó un "baby-boom" enorme, que está dando por resultado el que hoy en día entran a la fuerza de trabajo aproximadamente un millón de jóvenes por año. No es difícil imaginar los problemas que surgen para crear fuentes de trabajo para toda esta gente, para dar educación a todos estos jóvenes, para que las ciudades puedan proporcionar los servicios urbanos más elementales a esta población creciente, para dar casa a las nuevas parejas que se van formando, etc. Es un problema verdaderamente abrumador que quizás algo tenga que ver con la situación que México ha vivido en los últimos años.

Otra explicación que podría ameritar ser analizada, es el hecho de que México era un país extremadamente regulado y una economía muy cerrada. Cuando se produjo la desregulación y la rápida apertura ello dio la oportunidad a muchas ramas industriales y a muchas empresas para establecerse, para crecer, o ambas cosas, pero también es cierto que produjo el hundimiento de varias empresas o ramas industriales que se mantenían merced a la protección. Entonces, en los últimos años hemos visto que -y sin duda esto ha sucedido- algunas industrias o empresas surgieron y se han desarrollado con gran dinamismo, pero, a la vez, muchas otras se perdieron completamente, es decir, ha habido construcción, pero también ha existido destrucción de capital. Quizás, esto contribuya a explicar, en cierta forma, porqué el producto nacional no ha crecido en forma espectacular a lo largo de estos años.

Tengo la esperanza de que ese proceso de destrucción de capital obsoleto se haya completado ya en su mayor parte, y que de aquí en adelante podamos ver una situación mejor, con una planta industrial modernizada y mucho más eficiente, que trabaje en un marco regulador mejor, de mayor competencia, y quizás podamos tener un futuro más satisfactorio que el pasado reciente. Sin embargo, debemos reconocer que no hay explicaciones fáciles para todo esto.

Creo que el común denominador en los éxitos de los países de mis colegas aquí presentes, ha sido precisamente la perseverancia en las políticas. En este sentido, México debiera perseverar también en las políticas que ha adoptado desde hace unos diez años y no debiera ceder a las presiones que existen hoy en día en el sentido de discontinuarlas por ser, supuestamente, causantes del pobre desempeño ya mencionado. Pienso que ello sería un error de diagnóstico muy grave y debiera ser combatido.

Intervención del señor Miguel Urrutia

Es sabido que no existen reglas simples para hacer política monetaria y el desafío que se tiene por delante es ir mirando no solamente una o dos variables, sino que muchas variables para tratar de diseñar la política monetaria. En Colombia tuvimos bastante tiempo el sistema del crawling-peg, el que fue muy efectivo desde muchos puntos de vista. Sin embargo, no cabe duda de que llegó un momento en el que se volvió contraproducente -al comienzo de la década de los noventa- y fue imposible mantenerlo. Debido a ello fue necesario ir viendo cómo pasar a un régimen cambiario diferente.

En materia de política monetaria, a nosotros nos pasó lo que le pasó a muchos países, en el sentido de que durante un buen tiempo prestábamos atención particularmente al M1, que es la medida tradicional del dinero, pero, debido a las innovaciones financieras, llegó un momento en que el M1 comenzó a comportarse de una manera muy peculiar. En Colombia, por ejemplo, mientras el PIB nominal se espera que crezca en 1995 en aproximadamente 24%, las cuentas corrientes lo harán como al 7%. Lo anterior, comenzó a producirse en el transcurso de un período relativamente corto, de unos dos años, en el cual fueron cambiando las circunstancias y, en consecuencia, surgió la necesidad de mirar también la evolución de otras variables.

La lección que nos dejan los años noventa es, precisamente, que los cambios estructurales han llevado a poner la atención en otras variables respecto de las que tradicionalmente los bancos centrales habían mirado en América Latina. Este es un reto complejo y difícil de explicar a la opinión pública. Debemos considerar que los bancos centrales independientes están constituidos por juntas o directorios, y en ellos se dan diferentes puntos de vista. En el caso del Banco Central de Chile, desde un principio hubo cierta diversidad ideológica dentro del directorio, lo que hizo que éste fuera más aceptable para la población. En el caso colombiano, por pura coincidencia, cuando se estableció la independencia del Banco Central de Colombia pasó lo mismo. Se creó un directorio con una diversidad ideológica sustancial que va desde el economista marxista más importante que tuvo Colombia durante muchos años, hasta economistas bastante partidarios del libre mercado.

En estas circunstancias, a veces se añora algún consenso sobre una regla que el Banco Central siga sin muchos problemas. Sin embargo, esto presenta muchas dificultades, o bien, no resulta muy eficiente buscar esa pauta por cuanto

las condiciones tienden a cambiar muy rápidamente.

En síntesis, uno de los problemas que hay que aceptar, es que no existen reglas simples y que, por lo tanto, es difícil explicar a la opinión pública la política monetaria, dado que está permanentemente siendo cambiada en función de los acontecimientos.

Intervención del señor Roberto Zahler

Si nos detenemos a analizar los casos de los cuatro países que estamos participando en este seminario, encontraremos que se dan un conjunto de situaciones muy distintas, lo que permite sacar interesantes lecciones acerca de las modalidades y efectos de la política monetaria en cada uno de estos países.

Podemos observar, por ejemplo, que Argentina y México tienen total libertad cambiaria, mientras que Colombia y Chile presentan algún grado de restricción a las entradas de capitales. Argentina tiene un tipo de cambio absolutamente fijo por ley, México lo tiene enteramente flotante, y tanto Colombia como Chile tenemos bandas cambiarias. Colombia tiene vinculada su moneda al dólar, mientras que nosotros la tenemos vinculada a una canasta de monedas. En el caso mexicano se ha implementado una política de agregados monetarios; en el caso argentino, obviamente, la política monetaria es radicalmente distinta, y en Chile nuestra política apunta a metas explícitas de inflación y actúa sobre la tasa de interés y, más específicamente, sobre la tasa de interés real. En el caso argentino, el mecanismo de ajuste de precios relativos está dado por lo que podríamos llamar cambios en el denominador, proceso que es costoso, pues requiere ajustes de salarios, cierto desempleo, cambios estructurales en precios de sectores claves, tales como comunicaciones, puertos, etc., y requiere en consecuencia de mucha perseverancia. En el caso de México, las autoridades estiman que para 1995 la inflación terminará entre 45% y 50%, pero para 1996 las expectativas son terminar con un 25%, lo que sería un éxito notable. Colombia, por otro lado, es un caso excepcional de estabilidad. En efecto, fue el único país latinoamericano que no tuvo que reprogramar su deuda externa en la crisis de 1982, y, además, tiene una historia en que pareciera ser que, más allá de todos los avatares políticos, la economía pudiese funcionar en forma bastante independiente y exitosa.

Por último, y en relación a la coyuntura inflacionaria que vive Chile en la actualidad, me parece conveniente precisar con toda claridad que en el Consejo del Banco Central de Chile tenemos un total consenso en la necesidad de continuar reduciendo la inflación. Esta es nuestra principal responsabilidad y quiero asegurarles categóricamente que ese compromiso existe, como por lo demás se puede comprobar empíricamente al analizar la correlación entre nuestras metas de inflación y los registros efectivos de la inflación. Para el próximo año nuestra meta es mucho más exigente que la del actual, y no vamos a cejar en nuestros esfuerzos por lograrla, en los mismos términos en que lo hemos venido haciendo, privilegiando el equilibrio macroeconómico global, sin poner en riesgo algunas

áreas claves de la economía, cuyo eventual desalineamiento pudiera rebotarnos en el futuro contra el propio objetivo antiinflacionario.

CONFERENCIA DE CLAUSURA

Conferencia de Clausura

Exposición del Sr. Eduardo Aninat, Ministro de Hacienda de Chile, en el Seminario "70º Aniversario del Banco Central de Chile", efectuado el 21 de agosto de 1995.

Quiero comenzar estas palabras brindando una cálida felicitación al Banco Central de Chile, y a su Presidente, mi amigo Roberto Zahler, por el septuagésimo aniversario del Banco. Lo felicito además por la excelente iniciativa de organizar este seminario que nos ha permitido contar con la presencia de distinguidos visitantes extranjeros. A todos ustedes les deseo una cordial estadía en Chile.

El Banco Central fue creado a mediados de los años veinte, al igual que en muchos de los países de la región visitados por la Misión Kemmerer, cuando se vivía uno de los períodos de mayor renovación institucional de nuestra historia. Junto con el Banco Central, también se fundaba la Tesorería General de la República, la Contraloría General de la República, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, nuestro sistema tributario moderno con los impuestos de categoría y el Global Complementario, y un sistema previsional visionario para los estándares de la época. También se introducían modificaciones fundamentales en la Constitución Política del Estado. La institucionalidad global creada entonces, de la cual el Banco Central forma parte, nos ha acompañado por siete décadas de nuestra historia.

A los pocos años de la creación del Banco, la Gran Depresión que azotó al mundo golpeó con fuerza a nuestro país. Aunque la institucionalidad política como la democracia salieron fortalecidas, nuestra economía tardó décadas en recuperarse. En 1931, en medio de la crisis, el Gobierno decretó la pérdida de la autonomía del Banco, al nombrar cinco de sus directores. A fines del año siguiente el país recuperaba la democracia perdida e iniciaba un largo período de recuperación. El Banco, sin embargo, tardaría casi sesenta años en recuperar su autonomía.

¿Qué pasaba en el país mientras tanto? En los años treinta, mientras el país se sumía en un período de crisis y de larga recuperación, se creaba el sistema público de medicina preventiva, liderado por el Dr. Cruz-Coke. En lo económico, Chile, como el resto del mundo, aprendía a sobrellevar la destrucción del

sistema de pagos internacional y del comercio exterior. La década de los años cuarenta, fue la del involucramiento directo del Estado en el proceso de ahorro-inversión y producción. Fueron los años más prolíficos de la Corporación de Fomento de la Producción, CORFO. También el Estado se embarcó en un esfuerzo sin precedentes de mejoramiento y masificación de la educación, bajo el amparo de sucesivos Gobiernos radicales. En el plano internacional, se iniciaba el período de postguerra con la institucionalidad económica internacional que surgía de Bretton-Woods.

Los esfuerzos en materias sociales como la previsión, la salud y la educación públicas devinieron finalmente en un serio desfinanciamiento del Estado y en una fuerte aceleración de la inflación. En los años cincuenta el país vivió serios esfuerzos de estabilización, en donde destacó el programa de ajuste diseñado por la Misión Klein-Sacks. Diez años después volvía a irrumpir en Chile la preocupación por lo social y por el cambio estructural. El Banco Central de Chile, para entonces dependiente del Ministerio de Hacienda, conformaba junto a ODEPLAN un lugar privilegiado para pensar y actuar en lo económico. En los años setenta el país vivió su más seria crisis política del siglo, y en los ochenta la más grave de las recesiones desde la Gran Depresión.

Resulta irónico constatar que el Banco Central perdió su independencia original en medio de una gran crisis económica y política, y que casi medio siglo más tarde la vuelve a recuperar, al final de otra gran crisis y casi simultáneamente con el retorno a la democracia. En efecto, la autonomía del Banco Central respecto del Poder Ejecutivo parte sólo semanas antes del inicio de la Administración del Presidente Aylwin. Su primer Consejo autónomo surgió de un acuerdo entre las administraciones entrante y saliente, para, a futuro, dejar la decisión de los futuros consejeros a la discreción del Presidente de la República y a la ratificación del Senado. Los dos consejeros nombrados por el Presidente Aylwin respondieron a la confianza de éste. El Presidente Frei, por su parte, deberá nombrar tres consejeros durante su mandato.

¿Cómo ha sido la experiencia chilena en estos cinco años y medio de autonomía del Banco Central? A juzgar por los resultados, sin duda se trata de una experiencia positiva, en que las autoridades económicas del Gobierno y del Banco han podido coordinarse satisfactoriamente. Es precisamente este esfuerzo de coordinación el que deseo destacar en esta presentación, ya que éste no depende de la sola voluntad de las partes. En efecto, permítanme destacar tres áreas que han sido importantes en este esfuerzo de coordinación.

En primer lugar, la buena coordinación ha sido posible gracias a un esfuerzo permanente por afinar un diagnóstico común de la situación macroeconómica. Dicho esfuerzo de las áreas de estudio del Banco y del Ministerio de Hacienda, ha permitido detectar oportunamente la secuencia de los ciclos de sobrecalentamiento o recesivos, de equilibrio externo e interno. Sin un diagnóstico común, no habría sido posible coordinar adecuadamente nuestras políticas.

En segundo lugar, ha habido un esfuerzo mutuo por afinar una visión común acerca del potencial de los distintos instrumentos de política económica. En

particular, el aporte de la política fiscal ha sido importante, y en 1995 cerraremos el noveno año consecutivo con superávit fiscal. De nada habría valido ponerse de acuerdo en un diagnóstico común si no hubiera una visión compartida de los mecanismos de transmisión de los instrumentos de política económica. Quizás el ejemplo que más resalta en este sentido son las medidas adoptadas en conjunto por el Banco y el Gobierno, tendientes a reducir el arancel aduanero, a compensar al Fisco y a introducir el encaje para desincentivar la entrada de capitales de corto plazo.

En tercer lugar -y a mi juicio la clave para una buena coordinación- ha habido objetivos macroeconómicos comunes. Tanto las autoridades económicas del Gobierno como las del Banco Central hemos coincidido en privilegiar una senda de crecimiento sostenible en el mediano plazo, y una inflación decreciente año a año. Ello implica reconocer que el crecimiento está limitado por condiciones objetivas dadas por el esfuerzo de ahorro e inversión, por el aporte del trabajo y su productividad. Tanto en 1990 como en 1993-1994 se vivieron procesos de ajuste suaves, pero oportunos que permitieron asegurar esa trayectoria sostenible y estable en el mediano plazo que hemos señalado.

Los resultados han sido sin duda positivos. Completaremos doce años consecutivos de crecimiento con un promedio, desde 1990 en adelante, de 6,3% anual. Ello ha sido posible por la importante contribución de una inversión y ahorro crecientes y que ya superan sistemáticamente el 25% del PIB. La productividad del trabajo se ha incrementado a un ritmo superior a 3,5% anual, permitiendo así una evolución creciente de los salarios reales sin costos en términos de desempleo ni inflación. La desocupación ha fluctuado junto con los ciclos de actividad, pero actualmente podemos hablar de un desempleo estructural de 5% de la fuerza de trabajo. Esta cifra es particularmente notable si se considera que por quince años el desempleo exhibió niveles de dos dígitos. La inflación, en tanto, rompió la barrera de un dígito al caer desde un nivel anualizado cercano a 30% al asumir el primer Consejo independiente del Banco, a un nivel en torno a 8% proyectado para este año. A futuro, si esta variable continuara reduciéndose a un ritmo de un punto al año, alcanzaríamos, hacia fines de la década, niveles comparables a las economías desarrolladas.

Aunque hay muchas tareas aún pendientes en lo económico-social y que intentamos superar, la evolución de los agregados macroeconómicos es, en general, positiva. Ello es sin duda consecuencia de una sana coordinación de las políticas económicas, en la que es nuestra obligación común persistir. La estabilidad es más fácil perderla que lograrla. Por ello debemos seguirla construyendo día a día. La autonomía del Banco Central debe ser vista precisamente como una invitación a lograr y mantener esa coordinación.

Un aspecto relevante que ha debido abordarse en la relación entre el Ejecutivo y el Banco Central ha sido el de el desequilibrio entre los saldos de la cuenta corriente y de la cuenta de capitales de la balanza de pagos. En efecto, entre 1990 y 1994 se observó un déficit prudente de la cuenta corriente en torno a un 2% del PIB. Ese déficit es claramente razonable para una economía en

desarrollo que aumenta cada año su esfuerzo de inversión. No se trata de un nivel que arriesgue la estabilidad de nuestra balanza de pagos. Durante el mismo período se ha registrado un superávit de la cuenta de capitales en torno a 7% del PIB, reflejando que Chile tiene una combinación atractiva de rentabilidad y riesgo para los capitales internacionales. Surge, por lo tanto, una diferencia entre estos dos resultados que ha redundado en una acumulación de reservas por parte del Banco Central superior a 5% del PIB de cada año.

Esta discrepancia entre los saldos de las cuentas corriente y de capitales de la balanza de pagos enfrentó, en su oportunidad, a las autoridades económicas a una verdadera encrucijada. En efecto, un camino posible habría sido permitir un mayor déficit de la cuenta corriente. Ese es claramente el camino más fácil, pero también el de mayor riesgo económico. Es el más fácil, porque permitiría utilizar financiamiento externo más barato, y porque el ajuste hacia un mayor déficit de la cuenta corriente es el de la revaluación acelerada y de crecimiento económico por sobre el sostenible en el largo plazo. También es el de mayor riesgo, porque la economía se torna más dependiente de la disponibilidad permanente de financiamiento externo. Ese es, por ejemplo, el camino que siguió nuestra economía en una coyuntura similar hace más de quince años.

El otro camino es el de lograr un ajuste de la cuenta de capitales, que fue el adoptado. Para ello, en 1991 se introdujo un mecanismo de encaje destinado a desincentivar la entrada de capitales de corto plazo, y se inició un proceso gradual de apertura para la salida de capitales chilenos. Esta senda corrige un sesgo de la institucionalidad financiera heredada de la crisis de la deuda externa. En efecto, las normas cambiarias vigentes en los noventa siguen siendo restrictivas para la salida de capitales y riesgosamente permisivas para la entrada de capitales. Hacia futuro, debiéramos seguir avanzando hacia una normativa más equilibrada que busque asegurar una trayectoria sostenible en el mediano y largo plazo. Esa es una de las conclusiones que está obteniendo el "consenso de Washington" a partir de la crisis de México.

Nuestra propia conclusión, sin embargo, es que nuestro esfuerzo por lograr una integración de mejor calidad -y que asegure estabilidad- a los mercados financieros internacionales tiene, como prerequisite, lograr coordinar las políticas macroeconómicas de manera de asegurar una trayectoria equilibrada.

Para lograrlo, invito a mis amigos del Banco Central a seguir coordinándonos para asegurar que los próximos setenta años sean más estables y mejores que los que estamos celebrando en esta oportunidad.

BANCO CENTRAL DE CHILE
Agustinas 1180, Santiago, Chile
Casilla postal 967 - Santiago, Chile
Fax: 698 4847
Teléfono: 670 2000
Télex: 40569 CENBC CL