

F
332.8
11463m

MEMORANDUM

sobre las tasas de interés del Banco Central

Presentado por: Dr. Hermann Max

Tesis: ¿Conviene aumentar las tasas de interés del Banco Central, alzando, por ejemplo, la tasa de redescuento en un punto, o sea, al 5 1/2% y la tasa de descuento en dos puntos, o sea, al 8%? Con esta medida, la tasa que cobraría el Banco Central en sus operaciones con el público, se elevaría al mismo nivel de la tasa que los bancos comerciales estarían autorizados para cobrar sobre documentos de crédito redescontables ($5\frac{1}{2}\% + 2\frac{1}{2}\% = 8\%$). Si se tomara esta medida, ¿cuáles serían sus efectos?

Breve historia de las tasas de interés del Banco Central. - En los primeros años de su existencia y hasta comienzos de 1929, el Banco Central fijó sólo dos tasas de interés para las principales operaciones de crédito que autorizaba su Ley Orgánica: la tasa de redescuento y la tasa de descuento. En Febrero de 1929 fijó una tasa especial para el Instituto de Crédito Industrial. A partir de 1931 comienza a aumentar el número de las tasas de interés a consecuencia de la dictación de leyes que autorizan operaciones especiales. Hoy, las tasas de interés que cobra el Banco Central y que se publican regularmente en su Boletín Mensual, alcanzan el número de 34, fluctuando entre un mínimo del 1/2% (Pagaré Fiscal, Ley 8.918, de 1947) y un máximo del 7% (Municipalidad de Providencia, Ley 8.787, de 1948). Difícilmente se encuentra otro banco central con un sistema de tasas de interés tan extenso y tan diversificado.

No obstante, las tasas de redescuento y de descuento que rigen, respectivamente, para las operaciones del Banco Central con los bancos accionistas y para los descuentos y préstamos que concede al público, siguen siendo las más importantes. Pero, de las demás tasas, un gran número está ligado a la tasa de redescuento, ya sea por acuerdo del Consejo del Banco Central o por disposiciones legales. Una variación de la tasa de redescuento haría, pues, necesaria también una revisión o modificación obligatoria de dichas tasas. El Memorandum se referirá a estas tasas más adelante.

Política de interés del Banco Central: La variación oportuna de las tasas de interés de un banco central fue considerada, durante mucho tiempo, como un arma muy importante de la política monetaria bajo el régimen del patrón de oro, para influir en el desarrollo de la balanza de pagos y defender la estabilidad de la paridad. Cuando el Banco Central de Chile abrió sus puertas en Enero de 1926, fijó cautelosamente la tasa de redescuento en 9% y la de descuento en 10%, para rebajarlas ya tres semanas después en un punto. El desarrollo relativamente favorable de los

negocios y de la balanza de pagos permitió hacer otra rebaja de medio punto en Septiembre del mismo año. A ésta siguieron otras sucesivamente y en Octubre de 1928 se fijó una tasa de 6% para los bancos y de 7% para el público.

En 1930, se hicieron sentir en forma acentuada los efectos de la gran depresión que de Estados Unidos se transmitió al resto del mundo. La balanza de pagos de Chile se tornaba marcadamente pasiva. Según las "reglas de juego", explicadas detalladamente por Kemmerer en la exposición de motivos de la ley del Banco Central, debía aumentarse en tal situación la tasa de interés del Banco y esto con el objeto de inducir a los bancos comerciales a hacer lo mismo para encarecer de este modo el crédito, lo que, a su vez, debía servir de freno al drenaje de oro, acentuar la deflación de precios y conducir finalmente a un equilibrio de la balanza de pagos.

Confiando en estos consejos y la eficacia del mecanismo de autoregulación de la balanza de pagos, el Banco aumentó su tasa de redescuento en Agosto de 1930 al 7% y en Mayo de 1931, dentro de cuatro días, al 8 y al 9%. El efecto práctico fué exactamente el contrario del que debiera haberse producido conforme a la teoría en que se basaba el funcionamiento del patrón de oro. Las pérdidas de reservas del Banco Central aumentaron en forma tan alarmante que el 30 de Julio del mismo año, el Gobierno se vió en la necesidad de declarar la suspensión de la libre convertibilidad de los billetes.

En los meses siguientes y con el objeto de ayudar a la economía en su proceso de recuperación, el Banco Central rebajó rápida y gradualmente la tasa de redescuento hasta fijarla, el 22 de Agosto de 1932 en 4 1/2%. A este nivel se ha mantenido hasta hoy día, con sólo una breve interrupción, cuando entre el 23 de Enero y el 12 de Junio de 1935 se rebajó al 4%.

La tasa de descuento había guardado siempre, durante ese período, una diferencia de un punto sobre la tasa de redescuento. Sólo el 29 de Febrero de 1932, al bajar esta última, sin variar la otra, la diferencia aumentó a punto y medio. Esta relación también se ha mantenido hasta hoy día.

La ineficacia del manejo de la tasa de interés para regular la balanza de pagos no sólo se había comprobado en Chile, sino en todos los países afectados por la gran depresión. La discusión internacional que suscitó este asunto en los años siguientes, condujo a una revisión completa de la teoría del interés, y hoy no se atribuye ya ninguna importancia a la tasa de interés en la regulación de la economía externa. Para la economía interna sí que es de cierta importancia, pero en otro sentido que el que le atribuyó la antigua teoría.

Es principalmente por estas razones que el Banco Central ha observado respecto de sus tasas de interés una

política conservadora en los últimos quince años, y aún durante el período de la inflación ha preferido no modificarlas, convencido de antemano de que esta medida poco o nada podía contribuir a suavizar la intensidad de ese proceso.

Lo que han hecho otros países: Es sintomático para la poca importancia que se atribuye a estos datos que ninguna de las grandes revistas estadísticas internacionales, como la de las Naciones Unidas, Fondo Monetario Internacional y otras, presenten cuadros con las tasas de interés de los bancos centrales. Una excepción es el Boletín de la Reserva Federal de Estados Unidos y asimismo la Memoria Anual del Banco de Arreglos Internacionales de Basilea, que publica un cuadro referente, principalmente, a los bancos centrales europeos.

En cuanto a los países europeos, y considerando los años de postguerra de 1946 a 1950, período en que la inflación se hizo universal, resulta lo siguiente:

De un total de 24 bancos centrales, sólo 7 tienen en 1950 una tasa de interés superior a la de 1946 (Francia, Bélgica, Alemania, Rumania, Finlandia, Polonia y Grecia). Entre ellos hay cuatro que aumentaron sus tasas especialmente en 1947 y 1948, y que posteriormente las han rebajado (Bélgica, Alemania, Rumania y Finlandia).

En tres países, la tasa de interés es en 1950 inferior a la de 1946 (Yugoeslavia, Bulgaria y Hungría).

Un país (Italia) aumentó su tasa en 1947 de 4 a 5 1/2%, la rebajó en 1948 a 4 1/2% y tiene hoy, con 4%, la misma tasa que en 1946.

Los trece países restantes han mantenido durante todo ese período sus tasas sin variación.

Diez de los veinticuatro países tienen hoy una tasa de interés inferior a la de 1938.

Prescindiendo de Grecia que tiene, con un 12%, la tasa más alta, las demás tasas fluctúan entre un mínimo de 1 1/2% y un máximo de 6%. Las variaciones que han sufrido en el período de postguerra son relativamente insignificantes: las alzas fluctúan entre 1/4 y 1 3/4 puntos y las bajas entre 1 y 3 puntos.

No es muy diferente el cuadro que presentan los países latinoamericanos.

Bolivia ha mantenido entre 1938 y 1947 una tasa de 6%. En 1948 la rebajó al 5%.

Argentina y Colombia han mantenido sus tasas estables al 3 1/2 y 4%, respectivamente.

Ecuador tenía una tasa de 7%, la que aumentó en Mayo de 1948 al 10%.

La tasa de México fué de 3% hasta 1940; aumentó el año siguiente al 4% y es, desde 1942, del 4 1/2%.

Perú tenía en 1938 y 39 una tasa de 6%; la mantuvo durante los 7 años siguientes al 5% para volver a aumentarla en 1947 al 6%.

De los dos países del norte del continente americano, Canadá tenía en 1938 una tasa de 2 1/2%, la que rebajó en 1944 al 1 1/2%. Estados Unidos mantuvo una tasa de 1% hasta 1947 y la aumentó posteriormente al 1 1/2%.

Resumen: De los 33 países mencionados (incluyendo a Chile), 16 han mantenido la tasa bancaria central estable durante los 5 años de postguerra, en parte desde antes de la guerra; 13 tienen en 1950 una tasa inferior y sólo 11 tienen una tasa superior a la que tenían en 1938.

Esta breve reseña hace ver que la mayoría de los bancos centrales, durante el período de guerra y de postguerra no ha considerado la modificación de la tasa de interés como un medio eficaz de política monetaria.

La última Memoria Anual del Banco de Arreglos Internacionales comenta sólo los casos de Francia e Italia, diciendo que "un alza en las tasas de interés, junto con restricciones cuantitativas de crédito, se ha probado de gran utilidad en la lucha por poner atajo a la inflación y restablecer la confianza en la moneda". Posiblemente han sido más eficaces las "restricciones cuantitativas de crédito" que las alzas de las tasas de interés, ya que en otros casos, como el de Grecia y Finlandia, alzas mucho más drásticas en la tasa de interés aparentemente no han producido ningún efecto anti-inflacionista. Lo mismo puede decirse del Ecuador, cuyo banco central elevó la tasa de interés en Mayo de 1948 del 7 al 10%; pero la expansión del crédito y del circulante, y el alza de los precios han continuado a pesar de todo.

Función de la tasa de redescuento: La tasa de redescuento es el precio que los bancos comerciales tienen que pagar por los créditos que obtienen del Banco Central. La función de esta tasa sería, por lo tanto, regular la demanda de crédito emisor por parte de los bancos comerciales. De acuerdo con la antigua teoría, la tasa debía aumentarse, cuando los redescuentos aumentaban en forma persistente y acentuada, lo que debía interpretarse en el sentido de que la economía estaba haciendo uso del crédito en forma excesiva; y, a la inversa, la tasa debía rebajarse en tiempos de depresión para facilitar una expansión de créditos y una recuperación de los negocios. Todo ésto, principalmente, con miras al desarrollo de la balanza de pagos; las repercusiones directas en la economía interna eran una cuestión secundaria y, de todos mo-

dos, subordinada a la otra.

Esta función, o sea la de servir como instrumento regulador de la economía externa de un país, la ha perdido la tasa de redescuento totalmente. Sin embargo, sigue siendo de cierta importancia para la economía interna.

Una baja de la tasa no implica ningún problema; favorece los negocios e incluso puede estimularlos en la medida en que, paulatinamente, bajan también los intereses de los bancos comerciales.

Una alza de la tasa causa efectos contrarios, especialmente por su repercusión inmediata en las tasas de los bancos comerciales. Si se repite y si es drástica, puede tener incluso efectos contraproducentes: encarecimiento excesivo del crédito; paralización de actividades; creación de cesantía, etc. Pero esto depende, en último término, de las condiciones económicas generales en que un país se encuentra.

Si durante todo el período de la intensa inflación de los últimos años el Banco Central de Chile no ha aumentado su tasa de redescuento, puede justificar su actitud con las siguientes razones:

1) Para atacar eficazmente una inflación que elevaba el nivel de precios en una proporción media de más del 20% por año, la tasa de interés del Banco Central debiera haberse aumentado al doble, por lo menos. Esto habría significado un aumento de las tasas bancarias al 15%, si no más. Nadie habría aceptado tal medida de buen grado, ya que

2) el alza de la tasa de interés no afecta sólo los negocios malos, insanos y especulativos, sino recae en todos por igual. Las actividades más afectadas habrían sido las de producción, y siempre se ha sostenido que el aumento de la producción es un factor de importancia fundamental para el restablecimiento del equilibrio económico perturbado por una inflación.

3) El aumento de la tasa de interés, aún en forma menos drástica, habría podido surtir efectos anti-inflacionistas, si la inflación hubiese sido exclusivamente de carácter monetario. Es de sobra sabido que la inflación chilena ha tenido en gran parte causas no monetarias; desequilibrio del presupuesto fiscal; alza de impuestos y contribuciones; medidas de la política social; y, ante todo, la lucha de las clases asalariadas por obtener mayores rentas reales. Combatir, mediante un alza de los intereses, los efectos de estos factores en los costos, en los precios y, por consiguiente, en el mayor volumen de crédito bancario, que se necesitaba para financiar los negocios, habría sido infructuoso y bastante problemático.

4) Tampoco habría sido eficaz un alza de la tasa de interés para combatir los efectos inflacionistas que se derivaban de un exceso de las inversiones que, en el sector privado, en buena parte han sido financiadas por créditos bancarios, incluso créditos en cuenta corriente. El rendimiento esperado de las inversiones habría podido compensar perfectamente el sacrificio que significaba un alza de la tasa de interés en uno o dos puntos. Un alza más drástica, en cambio, habría podido paralizar gran parte de las obras en construcción. (Los expertos de la NU consideran que las inversiones no han sido excesivas en Chile en los últimos años; los expertos del Fondo Monetario parecen compartir esta opinión. Ambos grupos de expertos miden las inversiones en relación con la renta nacional, lo que no da una idea exacta. El hecho es que las construcciones de edificios industriales y comerciales, en metros cuadrados y en ocho de las principales comunas del país, han sido, en los cinco años de 1945 a 49, superiores en 100% a las que se ejecutaron en los diez años anteriores a la guerra. La misma relación de aumento se encuentra en las inversiones de capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada, tanto industriales como comerciales, calculando los valores de capital a los precios de 1929).

5) Finalmente, un alza de la tasa de interés del Banco Central y la consiguiente alza del interés corriente bancario habría tenido por efecto una depresión mayor aún de los valores bursátiles y muy especialmente de los bonos hipotecarios.

Las explicaciones precedentes sirven para formarse una idea de los efectos que habría que esperar si ahora se resolviera aumentar la tasa de redescuento del Banco Central en un punto.

El efecto anti-inflacionista de la medida sería nulo o insignificante.

Si el aumento de la tasa redunda en un aumento del interés corriente bancario, lo que es posible, puede producirse el efecto mencionado bajo el punto 5) de más arriba.

El alza de la tasa serviría para corregir, aunque sólo en pequeña parte, una evidente anomalía que consiste en que los bancos consideran los fondos obtenidos mediante el redescuento como capital adicional muy barato, que les cuesta sólo el 4 1/2%, en circunstancias que sus accionistas están acostumbrados a obtener sobre sus aportes de capital un dividendo bruto medio de más del 10%.

La importancia específica del aumento de la tasa de redescuento en permitir un mayor aumento de la tasa de descuento, consiste

Función de la tasa de descuento: Si el Banco Central de Chile, al igual que todos los demás bancos centrales, está autorizado por su Ley Orgánica para operar directamente con el público, es para que, en ciertas cir-

cunstancias, pueda entrar en competencia con los bancos comerciales con el objeto de impedir que éstos alcen sus intereses en forma excesiva. Al hacer efectiva en el mercado una tasa de interés más baja y atraer con ella un mayor volumen de operaciones, el Banco ejercería una presión sobre los demás bancos para que mantengan sus propias tasas de interés a un nivel razonable.

En la práctica, esta teoría, explicada por Kemmerer en la exposición de motivos de la Ley del Banco Central, se ha probado como absolutamente falaz - y no sólo en Chile. A pesar de que el Banco Central ha mantenido estable la tasa de descuento durante más de 15 años, el interés corriente bancario ha aumentado constantemente. En el primer semestre de 1938 fué de 7,93% y en el primer semestre de 1950 de 10,38%. Ha subido, pues, casi en un tercio. (31%). Prácticamente, el alza de los intereses bancarios ha sido mayor, pero por razones técnicas del cálculo, ésto no se refleja en las cifras de la Superintendencia de Bancos.

Es importante advertir que, si los intereses bancarios han subido en esta forma, no ha sido porque los bancos hubieren perseguido con ello una determinada política, sino principalmente para poder financiar sus crecientes gastos, especialmente por concepto de sueldos. El desarrollo de las cuentas de Ganancias y Pérdidas de los bancos a través de los últimos doce años revela ésto con toda claridad.

En estas circunstancias, la baja tasa de descuento de l Banco Central es simplemente una tasa preferencia, que favorece los negocios de las personas cuyas letras son aceptadas por el Banco para su descuento. Podría ser una tasa "de fomento", si las operaciones respectivas se limitaran exclusivamente a casos muy calificados. Pero parece que la mayor parte de las firmas que descuentan sus letras en el Banco Central podrían hacerlo también en los bancos comerciales a un interés superior, sin que por eso sufrieran mayores perjuicios. El informe de la Misión del Fondo Monetario, al referirse a este asunto, dice:

"La tasa cobrada por el Banco Central al público ha sido, en realidad, una "tasa de subsidio", y seguramente el Banco Central tiene un problema en racionalizar este crédito de bajo costo entre los muchos prestatarios que están ansiosos de conseguirlo. Una tasa de subsidio como ésta bien podría haber estado justificada en casos de préstamos para proyectos de alta prioridad nacional, tales como créditos a agricultores pequeños y medianos. Existe poca evidencia, empero, que la distribución o el criterio aplicado por el Banco Central a los préstamos al público haya sido significativamente diferente del de los demás bancos".

El aumento de esta tasa en dos puntos, para elevarla - junto con el aumento en un punto de la tasa de redescuento - al mismo nivel de la tasa que los bancos comerciales podrían aplicar a sus documentos redescontables, parece absolutamente justificado. El aumento puede producir momentáneamente un pequeño "shock", cuyos efectos, empero, se perderán rápidamente.

Medidas complementarias: Simultáneamente con el aumento de la tasa de redescuento, sería necesario someter a una revisión las demás tasas de interés que el Consejo del Banco Central fija libremente. Son éstas las siguientes:

Redescuentos a la Caja de Crédito Agrario a no más de 90 días (20 Junio 1945)	4 1/2%
Descuento de letras solicitado por la Caja de Crédito Agrario y que provengan de anticipos a los productores agrícolas distintos del arroz (4 Enero 1950)	4 1/2%
Descuento de letras en que intervenga la Caja de Crédito Agrario (21 Junio 1950)	4 1/2%
Descuentos de letras a no más de 180 días, giradas, aceptadas o avaladas por la Caja de Crédito Minero, Art. 3º, Ley 6.237 (7 de Septiembre 1938)	4 %
Descuentos al Instituto de Crédito Industrial (2 Diciembre 1942)	4 %
Descuentos de letras giradas y pagaderas en dólares en que interviene la Corporación de Ventas de Salitre y Yodo de Chile (26 Marzo 1947)	4 %
Operaciones con la Corporación de Ventas de Salitre y Yodo de Chile. Leyes 5.185 y 6.824, a plazos no mayores a 90 días (23 de Agosto 1939)	3 %
Descuentos de letras giradas por la Sociedad Comercial Exportadora del Pacífico Ltda. a cargo de la Corporación de Ventas de Salitre y Yodo (19 Octubre 1949)	3 %
Descuentos de letras giradas y pagaderas en dólares, a no más de 90 días, en que intervenga la Caja de Crédito Minero (29 Octubre 1947)	2 %

Por estar ligadas a la tasa de redescuento del Banco Central, de acuerdo con disposiciones legales, habría que subir en el mismo grado que aquella, las siguientes tasas:

Redestuentos a la Caja Nacional de Ahorros, Ley 6.811 (12 Junio 1935).....	5	%
Operaciones garantidas con Vale de Prenda, Ley 5.069 (12 Junio 1935)	4	1/2%
Préstamos a la Caja Nacional de Ahorros, Ley 6.811 (12 Junio 1935)	4	1/2%
Préstamos a la Caja de Previsión de Empleados Particulares, Decreto-Ley 182 (12 Junio 1935)	4	1/2%
Descuentos a las Cooperativas Agrícolas, Ley 4.531 (26 Junio 1940).....	4	1/2%
Préstamos a las Cooperativas de Consumo, Ley 7.397 (16 Abril 1943)	4	1/2%

Finalmente, habrá que fijar, previo acuerdo con la Superintendencia de Bancos, una nueva escala de los intereses que los Bancos y la Caja Nacional de Ahorros pueden pagar sobre los depósitos que reciben y cuya tasa máxima es actualmente igual a la tasa de descuento (4 1/2%).

Santiago, Enero 15 de 1951