

EL PROBLEMA DE LA TASA DE INTERÉS*

Luis Escobar Cerda**

Uno de los temas menos discutidos, a nivel técnico, en nuestro país, es el rol y la determinación de la tasa de interés como uno de los instrumentos de política más importantes dentro de la economía social de mercado. Esto se debe, en parte, a que esta es un área poco explorada en la teoría económica misma, especialmente en cuanto a los efectos que se producen en esta variable cuando se liberalizan los mercados financiero y de capitales después de largos períodos de controles, lo que ha ocurrido con alguna frecuencia en los países en desarrollo.

El propósito de este artículo es, precisamente, contribuir a la discusión técnica sobre el tema. Su conclusión será, estoy seguro, motivo de polémica; sin embargo, el debate es esencial para ir aclarando conceptos y evaluando la experiencia que se ha acumulado sobre la materia para definir las políticas a futuro.

A este respecto nuestra conclusión es que debe considerarse seriamente la posibilidad de fijar la tasa de interés de colocación, eliminando la "sugerencia" sobre la tasa de captación. Argumentamos que las altas tasas de interés domésticas, prevalecientes en Chile, coincidieron con los porcentajes más bajos de ahorro doméstico y se analizan las causas que, a nuestro juicio, explican esta situación.

* Cuando dejé el Ministerio de Hacienda, en febrero de 1985, di una mirada retrospectiva a nuestras políticas sectoriales. Producto de esas reflexiones es el presente artículo, que escribí en septiembre de 1985, y que no había tomado la iniciativa de publicar hasta ahora. El momento lo encuentro oportuno para una discusión serena porque parece haber calma sobre el tema de las tasas de interés como consecuencia de la baja que han tenido en los mercados internacionales, en el último año.

** Ministro de Hacienda de Chile (abril 84-febrero 85).

El artículo comienza con un resumen de las determinantes de la tasa de interés, sigue con breve análisis de la política sobre tasa de interés en Chile para terminar discutiendo la alternativa de fijar la tasa de colocación.

I La Determinación de la Tasa de Interés Doméstica

La tasa de interés es un precio, el precio del crédito, y, como tal, su nivel representa —o debería representar—, fundamentalmente, la escasez relativa del capital en una economía. La oferta está constituida por la cantidad de dinero real y por los ahorros de la comunidad, aquella parte del ingreso nacional que no se gasta en consumo. La demanda proviene de los agentes económicos que buscan recursos para financiar sus inversiones y también de aquellos que quieren suplementar sus ingresos para financiar niveles de consumo que no pueden afrontar con los recursos propios (esta parte del ahorro que va al consumo se pierde para la comunidad como un todo, es decir, deja de ser ahorro para transformarse, simplemente, en la transferencia de ingresos de algún sector para financiar el consumo de algunos otros sectores).

La organización del mercado financiero y de capitales y, en especial, el grado de apertura de la economía al exterior y de la libertad en el movimiento de capitales son muy relevantes para la determinación de la tasa de interés.

Así, por ejemplo, en una economía abierta, sin restricciones al movimiento de capitales, teóricamente la tasa de interés doméstica debería ser igual a la tasa internacional (a igualdad de riesgos), ya que si aquella fuese mayor atraería fondos del exterior —en busca de la mejor tasa— y lo inverso ocurriría si la tasa doméstica fuese inferior a la internacional.

Sin embargo, aun en una economía abierta y sin restricciones para el movimiento de capitales hay otras variables que influyen.

Es posible que no baste la completa libertad para el ingreso y salida de capitales para que éste fluya hacia o desde la economía doméstica con la automática que se puede concebir en la teoría. Los agentes económicos pueden —y seguramente lo harán— evaluar condiciones de riesgo: ¿Qué seguridad existe —por ejemplo—, en general, de que las "reglas del juego" no cambiarán o, más particularmente, que no habrá si no prohibiciones por lo menos costos envueltos en la transferencia de recursos que inicialmente no estaban presentes?

Además, ¿que percepción tienen los agentes económicos externos y domésticos sobre el movimiento de los tipos de cambio?

Esta es, sin duda, una variable importantísima que es relevante no sólo para la relación entre países industrializados y países en desarrollo sino, también, para los movimientos de capitales entre los primeros (si un alemán está considerando llevar sus dineros a Estados Unidos de Norteamérica para aprovechar ventajas de tasas de interés tiene, obviamente, que tomar en cuenta su propia evaluación de lo que ocurrirá, al momento de retiro de los fondos, con el tipo de cambio entre el DM y el USDólar salvo, por cierto, que constituya los depósitos en su propia moneda, en cuyo caso no estaría aprovechando ventaja alguna en materia de diferencial de intereses)

Chile, igual que la mayoría de los países en desarrollo, no tiene una economía sin restricciones al movimiento internacional de capitales de modo que hay otras variables —además de las mencionadas: tasas internacionales, pronósticos de riesgo y de tipo de cambio— que influyen en la determinación de la tasa de interés doméstica.¹

Estas variables principales son la política monetaria y las tasas de inflación proyectadas para la economía. La primera determinará las condiciones de liquidez para el desenvolvimiento del sistema económico, y tendrá una influencia determinante en el nivel de la tasa de interés *nominal* de mercado. Esta tasa nominal incluye una parte más o menos importante (en los países en desarrollo, en general, *más* que *menos* importante) que es, precisamente, la tasa de inflación proyectada para la economía doméstica. Si esta última se deduce de la tasa nominal, tendríamos lo que general y aproximadamente se define como la tasa real de interés.² Sin embargo, esta tasa real de mercado todavía incluye elementos que pretenden cubrir el riesgo y las eventuales fluctuaciones del tipo de cambio.

Un ejemplo numérico puede, tal vez, hacer más evidentes las relaciones mencionadas en los párrafos anteriores para la determinación de la tasa de interés doméstica.

1 Un artículo muy interesante sobre las determinantes de la tasa de interés y su importancia en las economías en desarrollo apareció en "Finanzas y Desarrollo" (publicación trimestral del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial, junio 1985) con el título "Las tasas de interés en los países en desarrollo". Sus autores son Sebastián Edwards y Mohsin S. Khan. Aquí menciono, prácticamente, las mismas variables a que se refieren estos autores de donde no debería deducirse que nuestras conclusiones —o nuestro análisis sustantivo— son las mismas.

2 En estricto rigor la tasa real (R) no es exactamente igual a la tasa nominal (N) menos la tasa de inflación (t) sino que $n = R + t + (txR)$ de donde $R = \frac{N - t}{1 + t}$

Tasa de inflación interna proyectada	30%
Tasa de inflación externa proyectada	5%
Tasa de interés internacional (nominal)	10%
Tasa de variación del tipo de cambio esperada real	?
Tasa de riesgo	?
Tasa de interés nominal mínima	35%
Tasa de interés real externa (tasa dólar nominal deflactada por la inflación externa estimada), y	
Tasa de interés real doméstica aproximada	5%

Como se puede apreciar en este ejemplo hipotético, la tasa doméstica mínima de interés nominal sería de un 35%, que corresponde a las proyecciones del mercado sobre la inflación interna más la tasa de interés internacional menos inflación externa. A esta tasa mínima habría que agregar las proyecciones del mercado sobre tipo de cambio y riesgo. Así, vemos cómo el elemento confianza en la estabilidad de la economía doméstica adquiere una importancia muy grande en la determinación por el mercado de la tasa de interés. Si el mercado cree que habrá devaluaciones que van más allá de la diferencia entre la tasa de inflación interna y la de la inflación externa relevante, agregará ese diferencial a la tasa doméstica de interés. Igual cosa ocurre con el elemento riesgo, cuya apreciación es, todavía, más subjetiva y depende, por lo tanto, más que ninguna otra variable del elemento confianza y puede estar sujeta también a mayores fluctuaciones a través del tiempo. A todo esto se debe agregar la influencia en una economía que mantiene restricciones al movimiento internacional de capitales (como la chilena), de la liquidez con que cuenta la economía doméstica para desenvolver su nivel deseado de transacciones, lo que depende, fundamentalmente, de la política monetaria.

Se puede, pues, apreciar lo difícil que es pronosticar —con algún grado de precisión operacionalmente útil— las fluctuaciones de la tasa de interés tanto nominal como real. Este hecho tiene importantes consecuencias prácticas ya que, entre otras, dificulta enormemente la programación financiera de individuos y empresas.

La teoría económica soluciona el dilema recomendando que se deje al mercado resolver libremente el tema, ojalá dentro de una economía abierta con máxima libertad para el movimiento internacional de capitales. Este enfoque no ha sido satisfactorio, en su aplicación práctica, para la economía chilena. Tampoco ha sido satisfactoria la suposición de que la tasa de interés resultante en el mercado es la que mejor estimulará el ahorro y la inversión nacional. Esta suposición se ha aceptado, en nuestro país, prácticamente sin discusión

sería y es verdad que se puede mencionar que este enfoque ha contado con el apoyo oficial del Fondo Monetario Internacional (lo que no significa que todos los directores ejecutivos y economistas del FMI piensen igual. Simplemente significa que si el país acepta este enfoque ellos no lo van a cuestionar precisamente porque ésta es un área de la teoría económica en que todavía queda mucho por avanzar y donde no hay nada fehacientemente probado).

La publicación del FMI y del Banco Mundial "Finanzas y Desarrollo" de junio de 1985, ya citada en una nota al pie de página, dice en las Conclusiones: "A medida que más países en desarrollo proceden a liberalizar su sistema financiero interno y a eliminar restricciones a los flujos de capital, la cuestión de la determinación de la tasa de interés se hace cada vez más importante. En particular, como se puede esperar que se comporten las tasas de interés en las circunstancias alteradas, y como responderán a influencias externas y a políticas internas, son cuestiones que tienen que considerar los orientadores de las políticas en países en desarrollo. Solamente cuando el comportamiento de la tasa de interés sea bien conocido, será realmente posible predecir los efectos de las variaciones de la tasa de interés sobre variables macroeconómicas claves tales como el ahorro, la inversión, la balanza de pagos y el crecimiento económico, que, como se puede pensar, son los propósitos para los cuales fueron originalmente concebidas las políticas de liberalización".

II La Política sobre Tasa de Interés en Chile

¿Cuál es la racionalidad de la política sobre tasa de interés en Chile? (Como se sabe, la tasa anualizada real de interés sobre préstamos alcanzó tasas superiores al 40% y 50% en 1981 y 1982 y el 30% real en 1983 superando, en todo caso, el 35% en casi todos los trimestres de 1981 y 1982.)

En primer lugar, la política se ha enmarcado dentro del concepto que el mercado es el mecanismo más eficiente para asignar los recursos en la economía. En consecuencia, el mercado de capitales debería funcionar con absoluta libertad. La tasa de interés la determinará el libre juego de oferta y demanda.

En segundo lugar, existe la creencia, errada a nuestro juicio, de que el mercado de capitales en Chile funciona, o debería funcionar, de la misma manera en que lo hace en las economías desarrolladas, siempre que —en ambos casos— exista libertad para el movimiento doméstico e internacional de capitales. De este modo, si las tasas de interés subieran en Chile atraerían fondos externos —en busca de mayor rentabilidad— hasta que la tasa de interés doméstica se nivelara con la internacional (aceptando algún diferencial por "ries-

go país"). No es necesario dar argumentos para probar que el sistema, en la práctica, no opera así: basta atenerse a la experiencia de lo ocurrido en Chile en los años en que ha funcionado el sistema.

En tercer lugar, existe la creencia de que las altas tasas de interés estimularán el ahorro nacional hasta, supuestamente, el punto en que la mayor oferta (unida a la oferta externa) presione la tasa de interés a su nivel normal (internacional). La evidencia empírica al respecto es también contundente: las altísimas tasas de interés real no han conducido, en nuestro país, a un aumento del ahorro nacional ni tampoco a un aumento de la inversión. La verdad es que en los períodos de tasas más altas el ahorro bajó.

Nuestra hipótesis de trabajo, para analizar la situación, sería la siguiente:

Los agentes económicos que ahorran pueden agruparse para estos efectos en tres grandes categorías, a saber: personas, que voluntaria o forzosamente (previsión) no gastan todo su ingreso en consumo, sino destinan parte al ahorro; las empresas que no distribuyen todas sus utilidades (como dividendos), sino mantienen parte de ellas como "no distribuidas" para financiar sus propias inversiones, y el Estado que también tiene la opción de destinar sus ingresos al consumo —al gasto corriente— o destinar parte al ahorro para financiar sus propias inversiones.

¿Qué se puede esperar de estos tres diferentes sectores como reacción en cuanto a sus posibilidades de ahorro frente a las fluctuaciones de la tasa de interés?

a) Las personas pueden tener un incentivo para consumir menos (y ahorrar más) para aprovechar la oportunidad que ofrecen las tasas altas como remuneración a la abstinencia. Existe, sin embargo, un elemento que se cree puede actuar en sentido inverso en épocas de prosperidad y de alza en el precio de los activos. Las personas pueden tener la percepción de que son más ricas —como consecuencia del mayor valor de sus activos— y podrían, por lo tanto, decidir gastar parte de esta mayor riqueza —que pensaron sería permanente— en consumo (hacer ese viaje tan deseado, comprar bienes de consumo durable: televisores, muebles, etc.) y, así, destinar un porcentaje mayor —y no menor— de sus ingresos corrientes a financiar estos gastos de consumo; incluso podrían endeudarse con ese propósito. Es evidente que, por lo menos, algo de eso ocurrió en nuestro país en los años del "consumismo". Además, existe un ahorro "forzoso" —como

el que representan los descuentos previsionales o de la seguridad social— que es inelástico a la tasa de interés.

b) La reacción del sector de los negocios parece más clara. Se acepta, en la teoría económica, que una empresa invierta mientras el ingreso adicional que produce la inversión marginal es mayor que el costo adicional de financiar la inversión. Si esto es así, es evidente que las mayores tasas de interés desalientan nuevas inversiones especialmente cuando los precios (o ingresos) no están creciendo en, por lo menos, la misma medida que el costo del financiamiento adicional. A esto debe agregarse que la empresa chilena funciona con una alta relación deuda/capital, de manera tal que los costos financieros pesan fuertemente sobre las utilidades. Así, pues, debería esperarse que a mayores tasas de interés corresponderán menores utilidades, y a menores utilidades seguirán menores volúmenes de ahorro e inversión. ¿Cuántas veces hemos escuchado decir a los empresarios que con las altas tasas de interés real del mercado, sus negocios no son rentables! ¿Cuántas veces hemos escuchado y leído que hay muchos negocios que tienen utilidades "operacionales", las que son más que anuladas por las pérdidas financieras? Además, debido a la estructura financiera de las empresas, puede darse el caso de que éstas no ahorran porque sus dueños, vía dividendos, tienen un uso más rentable para tales ahorros transformando así el ahorro potencial de las empresas (utilidades no distribuidas) en ahorro de "las personas".

c) Y ¿qué ocurre con el Estado? Si como consecuencia de las altas tasas de interés los negocios andan mal, el Estado sufrirá en sus ingresos tributarios. Como los gastos corrientes son muy inelásticos (ya que se componen —fundamentalmente— de remuneraciones al personal activo y pasivo del gobierno), los menores ingresos tributarios tenderán a afectar, principalmente, el ahorro y la inversión del sector público. Frente a esta situación el sector público podría endeudarse en el mercado para mantener sus programas de inversión, compitiendo así con el sector privado por la apropiación de los limitados recursos del ahorro nacional. Pero se teme que esta postura estatal contribuya a fortalecer aun más las tasas de interés y existe, en consecuencia, una fuerte resistencia a que —en estas condiciones del mercado de capitales— el sector público funcione con déficit, todo lo cual, por cierto, tiene, además, serias implicaciones para la política de crecimiento y de empleo en la economía nacional.

En suma, la conclusión es que si ponemos todos estos elementos juntos se debería aceptar que una tasa de interés

alta lesiona el ahorro y la inversión nacional. Basado en la experiencia chilena podría existir la tentación de argumentar que hay que distinguir entre el ahorro doméstico y el extranjero ya que este último fue alto en Chile en los años 1979-1981; sin embargo, este "ahorro externo" tomó la forma de créditos (y no de inversión) con las características y consecuencias conocidas que no es del caso discutir aquí. Estos créditos llegaron a tasas de interés menores que las prevalecientes para el ahorro doméstico (si se suponía un tipo de cambio constante) de manera tal que el ahorro externo resultaba "más barato" que el doméstico. Las verdaderas razones de los altos créditos externos fueron la situación de liquidez internacional existente en la época, por una parte, que obligó a la banca comercial a colocar sus fondos en todos los países que estaban operando sus economías con déficit en sus cuentas corrientes de las Balanzas de Pagos y, por otra, la falta de control —a nivel doméstico— para mantener estos flujos dentro de niveles prudentes y eficientes (en cuanto a su uso).

En un aparente intento por moderar las altísimas tasas de interés que han predominado en el mercado chileno, el Banco Central de Chile introdujo en diciembre de 1982 el sistema de tasas de interés sugerida para captaciones a treinta días; la "sugerencia" se hace al sistema financiero y refleja, en realidad, la estimación del Banco Central sobre la proyección de inflación interna para dar al ahorrante una tasa de interés real positiva que lo lleve a efectuar sus colocaciones en el sistema financiero nacional. Esta tasa es pues sólo un indicador para el sistema y no altera la naturaleza básica del mercado que sigue siendo, en verdad libre, ya que por operaciones de más de 30 días no hay tasa sugerida.

El resultado de esta política de tasas de interés libres ha llegado a constituir —como lo demuestran las cifras— un premio injustificado y absurdo a los ahorrantes y a los acreedores con grave perjuicio para los prestatarios —individuos y empresas— y con la consiguiente lesión para el normal desenvolvimiento de las empresas, tanto para el financiamiento de su capital de trabajo como de la inversión. La tasa de interés no debería representar más que una compensación razonable por la abstinencia, es decir, por ahorrar en vez de consumir y es obvio que las tasas que han prevalecido en el mercado chileno exceden ampliamente el marco de lo razonable. Esto explica parcialmente, tal vez, el hecho de que muchas personas con una percepción más intuitiva que técnica del problema han atacado el sistema de reajustabilidad (indexación) que prevalece en Chile (representado por la UF) en vez de concentrar su análisis en el verdadero "villano" que es el nivel extraordinario e injustificado de la tasa de interés en nuestro país.

III La Alternativa de Fijar la Tasa de Colocaciones

¿Cuál debería ser la tasa de interés viable en el mercado chileno?

A nuestro juicio debería ser igual o levemente superior a la tasa de interés internacional para reconocer el hecho de que, en Chile, el capital es un factor de producción relativamente más escaso que en los países desarrollados, donde se determina la que llamamos "tasa de interés internacional". Además, una tasa doméstica de interés igual o levemente superior a la internacional no constituiría estímulo para que el ahorro doméstico se fugue a los mercados internacionales de capital en busca de una mejor remuneración. (Evidentemente puede fugarse por otras razones en que la tasa de interés no es relevante como, por ejemplo, la percepción de lo que se ha dado en llamar "riesgo-país").

Todo esto lleva a una conclusión que parece ineludible discutir si se quiere dar a la economía chilena posibilidades serias de seguir creciendo: la necesidad de fijar la tasa de interés de colocaciones.

Ya está demostrado que la tasa de interés "sugerida" para las captaciones del sistema financiero no lleva, necesariamente, a una moderación en las tasas de colocación, y la fijación de esta última supondría, por cierto, eliminar la tasa sugerida de captación.

La fijación de la tasa de colocación implicaría un cambio fundamental en la operación del mercado de capitales chileno y presentaría, ciertamente, algunos problemas. El más importante es que seguramente habría que tener algún control selectivo del crédito, en la medida que la demanda de fondos supere a su oferta, a las tasas de interés fijadas. Con tasas libres, el equilibrio entre la oferta y la demanda lo produce el precio, es decir, en este caso, precisamente la tasa de interés. Con tasa máxima fijada por la autoridad es muy probable que la demanda supere a la oferta y que haya que decidir las actividades a las cuales, simplemente, no se les dará créditos. Habría que tener un orden de prioridades y decir que de no alcanzar los recursos para satisfacer toda la demanda no habrá, por ejemplo, crédito de consumo o que habrá un crédito limitado a ciertos porcentajes del total del financiamiento requerido para otras actividades (por ej.: importaciones que no se consideren absolutamente imprescindibles, etc.). Debe aclararse que este verdadero posible "racionamiento" podría hacerse por los propios bancos, tal vez siguiendo algunas recomendaciones de tipo general de la autoridad financiera.

Algunos argumentos que seguramente se darán en contra de esta proposición es que introduciría un elemento

de discrecionalidad a ser ejercida por los agentes económicos que tienen la facultad de otorgar créditos; que se tendrán que tolerar muchas maneras o procedimientos, que dichos agentes adoptarían para cobrar más de lo permitido; que puede haber corrupción que será mayor mientras más fuerte sea la diferencia entre demanda y oferta a las tasas máximas fijadas. Estos y otros argumentos, en la misma dirección, tienen evidentemente validez, pero, a juicio del autor, no compensan los beneficios que se pueden obtener con una política como la que estamos proponiendo.

La eliminación de la tasa sugerida de captación y la fijación de la tasa de colocación (que sería determinada, básicamente, por períodos mensuales) implicaría, también, un cambio fundamental en la política de captación de los bancos e instituciones financieras que competirían por los depósitos del público y de las empresas ofreciendo la tasa máxima compatible con el "spread" que les permitiera obtener la rentabilidad esperada sobre el capital invertido. Este hecho tendería a favorecer a los bancos más eficientes que podrían ofrecer mejores tasas de captación.

En suma, el saneamiento del sistema financiero, el problema del endeudamiento interno, la relación "garantía-deuda" de los deudores, se debe solucionar dentro de un contexto que incluya una política de tasas de interés comparables internacionalmente para no seguir perjudicando, a través de las tasas de interés, la posición competitiva de las actividades económicas nacionales.

A modo de ejemplo, ¿cuál debería ser, aplicando una política como la sugerida, la tasa de interés de colocaciones en el mercado chileno hoy día? Si la tasa Libor de treinta días fuera de 8,5% anual en el mercado internacional y la tasa de inflación externa proyectada fuera de 4% anual, la tasa real de captación externa sería aproximadamente de un 4,3% anual, lo que obligaría, en Chile, a una tasa no inferior a, digamos, 4,5%. (Ya dijimos, en las primeras páginas de este artículo, que en la determinación de lo que es una tasa de interés libre en el mercado influyen consideraciones de "riesgo país" y de tipo de cambio. Aquí ignoramos estos elementos ya que, dependiendo de los supuestos que se hicieran, se podría llegar a cualquier tasa.) Si se considerara que es razonable que los bancos e instituciones financieras operaran con un "spread" del 3% la tasa de colocación se fijaría en 7,5% sobre UF, es decir, 7,5% real.