

ESTUDIO

CUENTA DE CAPITALS : LAS TAREAS PENDIENTES*

Daniel Tapia de la Puente

Por una prudencia quizás excesiva de la autoridad económica, sostiene el autor en estas páginas, el avance en la apertura de la cuenta de capitales ha quedado en Chile a la zaga de la modernización de la economía. Sin embargo, dadas las aprensiones del Banco Central en esta materia —se señala—, es necesario comenzar por dar pasos en materias más básicas, tales como eliminar el control de cambios, definir adecuadamente las responsabilidades de la Tesorería y del Banco Central, y progresar en el saneamiento de las cuentas entre ambas instituciones, de tal manera que ellas puedan cumplir debidamente sus funciones.

Introducción

El tema de la apertura de la cuenta de capitales ha concitado mucho interés a lo largo del tiempo, no sólo en nuestro país sino en diversas latitudes.

En los años posteriores a la Gran Depresión y a la Segunda Guerra Mundial, muchas economías se volvieron fuertemente proteccionistas, entre

DANIEL TAPIA DE LA PUENTE. Ingeniero Comercial, Universidad de Chile. Master en Economía y Ph. D. (c), Universidad de Chicago.

* Versión revisada de la exposición del autor en seminario realizado el 16 de junio de 1994 en el Centro de Estudios Públicos.

Estudios Públicos, 56 (primavera 1994).

ellas la de Chile, y llegaron a formar estructuras productivas distorsionadas, en las cuales los precios relativos no servían al efecto de asignar eficientemente los recursos. En ellas, la escasez de divisas fue por mucho tiempo la norma, y, por tanto, no había disposición a una eventual liberalización en los flujos de capitales con el resto del mundo por temor a la salida de los mismos. La preocupación quizás no era errada dado el escaso atractivo que las economías protegidas representaban.

Tras la crisis del petróleo de los años setenta, numerosos países se han visto enfrentados en períodos cortos tanto a ingresos como a salidas masivas de capitales, sufriendo los efectos reales que esos movimientos han generado.

Diversas experiencias de países han sido analizadas en la literatura,¹ tanto para registrar los efectos como para conceptualizar los motivos detrás de tales flujos.

Una de las conclusiones es que en muchos países la frecuente resistencia hacia una mayor liberalización en los flujos de capitales se debe tanto al haber experimentado directamente períodos negativos en el pasado como de observar las experiencias que países vecinos puedan haber tenido. Esta especie de preferencia revelada sugiere que si durante tanto tiempo tanta gente se ha preocupado de los efectos de estos movimientos, es porque los efectos que producen evidentemente no son inmateriales.

Esto lo analizan diversas publicaciones, si bien en los análisis se argumenta también que la aplicación de malas políticas han explicado tales efectos.

En Chile, en la experiencia más reciente, a partir de 1988 aproximadamente, se comenzó a observar ingresos importantes de capitales, que llevaron a las autoridades a establecer algunas restricciones para su ingreso.²

1. Tres enunciados

a) Los flujos de capitales tienen efectos reales

Bastará con enunciar brevemente cuáles son los puntos relevantes en el tema indicado, pues conceptualmente los efectos han sido abundantemente desarrollados en la literatura.

Enunciado: Un país que enfrenta un influjo súbito de capitales de manera masiva, sea que éstos tomen la forma de inversión, crédito a

¹ Véase una abundante selección en Rosende, F. (1994) y en Corbo, V. y Hernández, L. (1993).

² Entre ellos: el establecimiento de un encaje de 30% sobre el endeudamiento externo por el primer año, monto mínimo de ingreso de capital vía ADR.

largo plazo, o crédito de corto plazo, verá afectada su balanza de pagos, el tipo de cambio real y la inflación.

De una manera muy esquemática, se puede señalar que el aumento súbito de la demanda agregada provocado por el influjo de capitales hace aumentar la demanda de todos los sectores de la economía. Entre ellos, la demanda de bienes transables, así como la de no transables. El exceso de demanda sobre los primeros puede reflejarse en un déficit en la balanza comercial. El exceso de demanda sobre los segundos significa un alza del precio relativo de los bienes no transables dada su oferta menos elástica.

Ambos factores juegan en el mismo sentido de tender a eliminar el exceso de demanda agregada inicial, pues el alza del precio de los bienes no transables respecto a los transables es una caída en el tipo de cambio real que, a su vez, estimula adicionalmente la demanda por bienes transables y a través de la creación de un déficit externo efectúa la transferencia de recursos reales requerida para satisfacer el exceso de demanda agregada.

El mecanismo sucintamente descrito es el que explica los efectos en la balanza de pagos, que en síntesis significan una balanza comercial y una cuenta corriente negativas, la caída del tipo de cambio real y el aumento de la tasa de inflación.

El proceso, entretanto, ha producido efectos secundarios relevantes, como es el alza de los precios de los activos en general en la economía, como parte del alza de los bienes no transables, lo que se refleja tanto en el alza de los bienes raíces como de los activos financieros. El proceso de aumento de recursos financieros expande a su vez el sector financiero, pues aumentan los recursos intermediados a través del mismo, aumenta el valor de las garantías, hay un efecto de riqueza en las personas, todos los elementos que inciden en que el sector financiero presente crecimientos desusados. Ello eleva con el tiempo el riesgo de la cartera de este sector.³

Si los efectos no son por una vez, sino que se prolongan algún tiempo, el desincentivo al sector transable que significa la caída del tipo de cambio real puede repercutir en el empleo en las empresas, deteriorar la calidad de los deudores y afectar el portafolio del sector financiero.

La política cambiaria que se aplique tiene incidencia en la trayectoria de ajuste.

Bajo tipo de cambio flexible, la incidencia en el tipo de cambio nominal es inmediata, provocando la caída del tipo de cambio real, lo que acelera los efectos sobre la actividad de los sectores transables. Esta modalidad cambiaria

³ Este efecto, que parece muy específico, es mencionado en diversas experiencias.

faculta al Banco Central para ejercer una política monetaria independiente, al aislarla de la economía mundial para estos efectos a través del ajuste automático del tipo de cambio.

Bajo el tipo de cambio fijo, el Banco Central podría elegir esterilizar los ingresos de capitales, caso en el cual sólo podrá hacerlo mediante la emisión de títulos en moneda nacional que paguen intereses. Con ello, a su vez, la solvencia del instituto emisor se verá potencialmente afectada, pues si no es capaz de soportar la mantención del tipo de cambio, eventualmente sus activos denominados en dólares tendrán un valor menor que sus pasivos denominados en moneda nacional.

El tipo de cambio fijo vincula totalmente la economía nacional a la del resto del mundo, perdiendo la independencia en la política monetaria, la que pasa a ser controlada por los movimientos de capitales.

Si acaso en estas condiciones el Banco Central no estabilizara o estabilizara sólo en parte los ingresos de capitales, tenderían a producirse los efectos descritos de alza del precio de los no transables, la caída del tipo de cambio real por efecto de la inflación y una tendencia a la baja en la tasa de interés que supuestamente eliminaría el ingreso inicial de capitales.

Si bien conceptualmente la cuenta de capitales sería muy expedita en eliminar los excesos de ingresos de capitales a través de una tasa de interés más baja que el resto del mundo, en la práctica tal mecanismo puede no ser tan eficiente. Ello a menudo no sucede, porque es más fuerte la expectativa de revaluación del tipo de cambio que está siendo inducida que el diferencial de las tasas de interés.

Hay otro aspecto del tipo de cambio fijo, que suele agravar las razones por las cuales el mecanismo no funciona tan perfectamente, al menos como se le ha aplicado en Chile, y éste se refiere a aspectos laterales que acompañan a la fijación del tipo de cambio, y que no son inherentes a éste. El tener tipo de cambio fijo no lleva necesariamente aparejado el control de cambios. El control cambiario que se ha ejercido en nuestro país habitualmente ha ido acompañado no sólo de la prohibición del acceso a moneda extranjera para determinadas actividades, sino del compromiso de la autoridad monetaria de entregar moneda extranjera para las operaciones de usos permitidos, y de la obligación de liquidar la moneda extranjera para quienes accedan a ella. Ello implica que aunque funcionara el sistema de tipo de cambio nominal fijo en la forma más eficiente descrita, se iría produciendo una acumulación de obligaciones de entregar moneda extranjera por parte del Banco Central, tanto por efecto de pagos de importaciones como por pagos de créditos externos y remesas de utilidades y capitales de inversiones extranjeras.

Se menciona en algunos análisis que no sólo es causa de preocupación el ingreso de capitales extranjeros con la secuela de recalentamiento que produce en la economía, sino también el que con la celeridad con que pueden ingresar, tales capitales puedan salir del país. Es decir, la *volatilidad* de los capitales es otro aspecto citado por el cual preocupa el ingreso de tales flujos.

Así como el ingreso provocaría determinados efectos en la balanza de pagos, en el tipo de cambio y en la inflación, su salida provocaría los efectos contrarios.

Si esto sucediera, la súbita desaparición de un gran volumen de demanda agregada significaría una tendencia recesiva, provocaría desempleo, se agudizarían los problemas del sector financiero y sería inevitable el alza del tipo de cambio, con el efecto indeseado sobre la inflación que tiene en el corto plazo el alza del precio de los bienes transables. Evidentemente la magnitud y duración del efecto anterior dependerá del financiamiento disponible y de la velocidad de ajuste del tipo de cambio y de los precios, los cuales podrían ser afectados por inflexibilidad del sistema económico.

No es necesario ahondar en la forma cómo funcionan estos mecanismos ni los argumentos para contrarrestarlos. Solamente se desea enfatizar que los efectos reales de tales flujos financieros inesperados, sea de entrada o de salida, están efectivamente presentes, y que es lo que ha explicado tradicionalmente la preocupación de las autoridades en cuanto a cómo actuar respecto de estos flujos.

Se ha subrayado en lo anterior el aspecto de desequilibrio que los flujos de capitales pueden tener, pues es el ángulo que se deseaba resaltar de la literatura y de las experiencias. Existen evidentemente argumentos conceptuales para desarmar los efectos negativos descritos. Entre ellos, considerar que frecuentemente es más bien alguna distorsión producto de la política económica lo que puede provocar problemas y volatilidad. Por ejemplo, si no es simétrica la apertura a la salida con la entrada, se favorece las burbujas especulativas al no permitir el natural ajuste de los flujos.

Igualmente, que los cambios percibidos en el ingreso permanente pueden estar explicando cambios sustanciales en el consumo, constituyendo éstos, por tanto, un ajuste deseado y no un desequilibrio.

También en ocasiones los fenómenos políticos pueden ser motivo de perturbación transitoria.

En definitiva, hay un caso bien fundado en términos de que el causante de los efectos sería más bien una deficiencia del manejo económico antes que los movimientos de capitales mismos, los que sólo serían el instrumento a través del cual se reflejaría el mal manejo.

b) Los controles sirven sólo para el corto plazo

Los controles cambiarios, así como cualquier otro control, o también una medida de la autoridad según la cual cambian las reglas del juego al enfrentar una emergencia, tienen efecto o son efectivos en el corto plazo. Pero es inevitable que con el tiempo la calidad de los controles se vaya erosionando y la economía vaya encontrando medios de evadir tales controles, o bien de sacar ventaja de los mismos.

Hay muchos ejemplos de regulaciones de emergencia que han sido efectivos, pero lo importante es tener claro hasta qué punto se pueden aplicar y estar atentos a levantarlas en el momento adecuado.

Sin entrar a casos específicos, de los que hay numerosos en la variada experiencia chilena de los últimos veinte años, es fácil entender la lógica de lo recién enunciado.

Ante una emergencia en que no se quiera o no se pueda enfrentar con una solución de mercado, por ejemplo, una corrida cambiaria o bancaria por motivos extraeconómicos, la autoridad puede que opte por una medida de restricción (por ejemplo, una prohibición) o por una transitoria (por ejemplo, elevar las tasas de encaje).

Tal medida puede lograr corregir el desequilibrio en el acto, pero en sí misma lleva elementos negativos.

Puede, en primer lugar, crear en la economía ineficiencias que son acumulativas mientras más tiempo permanezcan en vigor, pues por construcción no serían medidas que favorezcan el funcionamiento de los mercados.

Puede, por otro lado, perder eficacia, pues los agentes económicos encontrarán ya sea la forma de burlarla, o la forma de sacar ventaja de ella.

Es por ello que la opción por este tipo de medidas que no son deseables para el mediano plazo requiere de una mucho mayor dedicación analítica para que no permanezcan vigentes cuando son innecesarias, o no pierden eficacia, y que en definitiva se transformen en un factor de retraso económico más que de ayuda, o bien ser mecanismos distorsionadores que favorezcan redistribuciones artificiales del ingreso.

c) No hay sustituto al tener una política económica sana

En una economía de mercado, las políticas de corto plazo relevantes son la política fiscal y la política monetaria. Hay que enfatizar el aspecto de corto plazo que caracteriza a tales políticas, pues para el crecimiento de la

economía en el mediano plazo no son sólo éstas las relevantes, sino aquellas que favorecen la correcta asignación de recursos y el crecimiento.

Concentrándose en el manejo macroeconómico de corto plazo, a la política monetaria se adjudican muchas veces funciones más allá de las que es capaz de cumplir, no teniendo la potencia necesaria para hacerlo. Esto puede ser acaso porque es una de las políticas de más fácil acceso.

Es preciso reconocer que el único objetivo factible de la política monetaria es el de procurar mantener un entorno monetario adecuado, que tienda a la estabilidad de precios, pero aun en ese objetivo, debe mantener permanentemente la colaboración de la política fiscal.

Ante una política fiscal expansiva, el intento de mantener estabilidad de precios por parte del Banco Central lo llevará a tener políticas restrictivas, las que a través de la presión sobre las tasas de interés tenderán a provocar ingresos de capitales y caídas del tipo de cambio real, anulando el objetivo restrictivo.

Este proceso se ha vivido muchas veces; ello es lo que aconseja como necesaria la colaboración de la política fiscal ante un objetivo de estabilizar a través de la política monetaria.

Al margen de eventuales puntos de vista distintos en cuanto a las funciones de la política fiscal, en un sistema de mercado en que el sector privado tenga abundante financiamiento y esté efectuando en forma vigorosa proyectos de inversión, la mejor colaboración que puede realizar el sector público es ayudar a incrementar la tasa de ahorro de la economía para financiar tales deseos de inversión.

Si el sector público desea expandir su gasto, evidentemente será en contra de las posibilidades de gasto del sector privado, y si éstas no están distorsionadas en sus decisiones intertemporales entre consumo e inversión, que privilegie excesivamente al consumo, es evidente que tal deseo de gasto del sector público solamente será a expensas de la inversión del sector privado, si es que afecta las tasas de interés, o bien financiado con un ahorro externo adicional, es decir, con un déficit en la cuenta corriente.

Es por ello que hay quienes indican que la política económica, desde el punto de vista fiscal, debiera ser sumamente estable y tener en vista los objetivos de largo plazo de la economía, es decir, apuntar hacia un gasto fiscal sostenible en el largo plazo, que colabore a la tasa de ahorro de la economía para financiar tasas de inversión que permitan el crecimiento deseado.

El mundo real está lleno de tales ejemplos, desde el momento que la eliminación de los déficits fiscales es uno de los detonantes de los influjos de capitales, pues se percibe que tal saneamiento fiscal lleva a una situación macroeconómica estable y un país se hace propicio para invertir en él.

Y aquí es donde esta tercera proposición empalma con la segunda.

Ante la erosión de los controles de movimientos de capitales en el mediano plazo, especialmente sobre la salida de capitales, no son tales controles sino la percepción de que la economía está siendo manejada de una manera eficiente lo que hace que los capitales se mantengan dentro del país. La percepción de que el manejo económico ha perdido su rumbo es lo que principalmente produce los éxodos de capitales y esa es la principal causa de volatilidad,

No es sólo la política fiscal, sin embargo, la que debe mantener cierta flexibilidad que otorgue fortaleza a la economía y le permita continuar siendo un lugar apreciado para la mantención de los capitales.

Frecuentemente se cita que la flexibilidad en el mercado laboral es, asimismo, un mecanismo muy importante para permitir que los traspasos de recursos productivos que eventualmente deben producirse ante cambios en las condiciones que enfrenta una economía sean realizados con el menor costo posible.

Un mercado laboral monopólico, con rigidez en el empleo y sindicatos o regulaciones que no permitan variaciones de los salarios reales, impedirá que las señales de reasignación del mercado se puedan llevar a cabo, y se reflejará a la larga en situaciones laborales difíciles, que obstruirán el cambio.

Fijado el marco en que se inscriben los enunciados, se puede abordar cuáles son las tareas pendientes.

2. El contexto para avanzar hacia una mayor apertura de capitales

a) ¿Qué es Chile en la primera mitad de los años noventa?

Aceptando que se desea ir hacia una mayor apertura en la cuenta de capitales, en gran medida porque es difícil resistir a una tendencia natural que se debe tanto al buen resultado económico chileno como a los cambios que se han experimentado en la economía mundial, conviene identificar primero cuál es la situación actual y hacia dónde llevaría la política en vigor.

Gran parte, quizás, de la aparente lentitud con que se ha movido la autoridad económica en materia de apertura de capitales puede deberse al gran peso histórico que ha tenido en Chile la crisis de la deuda externa del año 1982. Lo negativo de tal experiencia ha puesto extremadamente prudentes a las autoridades.

¿Se justifica esta actitud? Seguramente no, dado que el momento actual no es el equivalente a 1978 ni a 1982; hay muchas cosas que han cambiado.

En primer lugar, el mundo no es el mismo, en el sentido que en 1978, que se podría identificar como el comienzo del gran endeudamiento de Chile de fines de la década, había grandes volúmenes dispuestos a ser prestados en los mercados internacionales de una manera poco prudente. A ello se sumaba el hecho que la supervisión bancaria en Chile estaba poco orientada al tema de la calidad de las carteras de las instituciones, con lo cual el explosivo crecimiento de las mismas con motivo de los ingresos de capitales no fue acompañado de evaluaciones de riesgo del nivel requerido.

Los dos factores anteriores son diametralmente distintos en la actualidad. En 1994 se observa un mundo con muchos recursos para realizar inversiones directas, ya sea en la forma de capital controlador o inversiones de portafolio, pero no tanta disposición para las operaciones de crédito como se realizaran en los años 70. Igualmente, hay que considerar el perfeccionamiento de la supervisión bancaria chilena que se estableció a mediados de los años ochenta, justamente producto de la crisis.

A lo anterior hay que agregar dos aspectos levemente más inmateriales. El primero es la experiencia que han adquirido el sector productivo y gubernamental chileno en el desempeño de sus respectivos papeles en la economía de mercado durante estos últimos veinte años. Es incuestionable que ambos agentes a fines de los años 70 no contaban aún con la destreza necesaria para operar en estos mercados, tras décadas de una economía absolutamente controlada.

Ello se refleja asimismo en el ambiente político favorable a la estabilidad que se logra con el consenso en cuanto a que la política económica en aplicación es la más conveniente para el país, cuestión que no estaba dilucidada a comienzos de los años ochenta y que era entonces otro factor de inestabilidad.

Establecido lo anterior, sin embargo, no se puede dejar de observar que la política actual, de controles sobre los movimientos de capitales, tiene dos aristas diametralmente opuestas.

Por un lado, pretender profundizar o mantener una estructura que segrega al sistema nacional respecto del resto del mundo, dada la erosión que los controles experimentan en el tiempo, llevaría a rigidizar cada vez más las regulaciones, estableciendo más y más controles para no perder el manejo que la autoridad pretende tener.

Hay muchas razones por las cuales es posible pensar que la integración financiera de Chile con el exterior es hoy mucho más vasta que lo que la batería de controles pretende establecer.

Algunos ejemplos de lo anterior:

- El mecanismo de 30% de encaje sobre el endeudamiento externo está siendo superado por el endeudamiento directo como saldos de precio con el exterior por parte de las empresas.
- Otro mecanismo a través del cual los flujos de capitales pueden ser de importante magnitud es el financiamiento del comercio exterior, importaciones y exportaciones, que bajo las normas actuales pueden significar drenajes importantes o ingresos importantes de capitales que se trasladarían en función de las expectativas de las tasas de interés y del tipo de cambio.
- No son despreciables tampoco los derechos de remesas de capitales acumulados durante estos años, por concepto de utilidades, como por derechos a remesar la inversión inicial, dadas las magnitudes de inversiones que han ingresado en años recientes.
Un eventual temor por la estabilidad futura podría significar remesas sustanciales que pueden equivaler a la volatilidad tan temida.
La legalización del mercado paralelo de divisas, a través del mecanismo permitido del mercado informal, también significa que la clausura de la cuenta de capitales es bastante aparente, pues este mercado puede movilizar cantidades importantes de recursos, que pueden tener alguna filtración con el mercado formal.
- El mecanismo de los ADR establecido en años recientes también significa otra forma a través de la cual se pueden ingresar capitales sustanciales en corto plazo a este país. Por ejemplo, los ADR, ya emitidos en años recientes, representan a mediados de 1994 un ingreso valorizado a los precios actuales de las acciones del orden de 1.200 millones de dólares. En la práctica, hay 2.000 millones de dólares en ADR, lo que significa que otros 800 millones de dólares a precios actuales habrían ingresado por el arbitraje de tales acciones. Con los ADR que están considerados para este año, es posible prever que fácilmente hay otros 2.000 millones de dólares potenciales en arbitraje que podrían ingresar una vez que se emitan los actualmente en proceso.
Los ejemplos anteriores ilustran que es exclusivamente la percepción de que la economía está siendo manejada de una manera sana, lo que hace que tales flujos de capitales permanezcan o fluyan de una manera ordenada, y no emigren precipitadamente como podría ser el caso si se percibiera una inestabilidad. Lo anterior abona que no hay mejor sustituto que un manejo económico sano para lograr que los capitales

permanezcan en el país, ante lo cual los controles son innecesarios e inútiles.

En síntesis, Chile tiene una economía mucho más fuerte que en el pasado, y más fuerte que lo que las autoridades parecen creer de acuerdo a las políticas que adoptan.

Más aún, se puede aseverar que las regulaciones existentes en materia de controles de cambios no condicen con la salud de la economía y el desarrollo que muestra en otras áreas. La política de mantener dos mercados cambiarios separados aparece como atávica; la mantención de una política monetaria vulnerable a una banda cambiaria, con la cual choca permanentemente el tipo de cambio de mercado, aparece como débil y los controles a los movimientos de capitales existentes aparecen como ineficaces.

b) Requisitos para una mayor apertura de la cuenta de capitales

Aceptando que se desea una mayor apertura de la cuenta de capitales y que no se justifica la situación actual, hay cosas, sin embargo, en las cuales aún se debiera trabajar. Una manera de identificar el problema enunciado consiste, básicamente, en contestar las siguientes interrogantes: ¿Está la discusión en el lugar adecuado? ¿Son los instrumentos disponibles suficientes? ¿Están asignadas correctamente las funciones del Banco Central y de la Tesorería, o se está recargando de obligaciones al Banco Central?

La función primordial del Banco Central debiera ser el control de la inflación, y como subproducto cercano, proveer el entorno o los medios para que la liquidez que la economía mantiene sea la adecuada. Esto, aceptando la ambigüedad del término "liquidez adecuada", pero entendiendo que se refiere a que en el mercado crediticio no se provoquen faltas o excesos transitorios e inesperados de recursos.

Cuando se pretende entregar al Banco Central responsabilidades adicionales, como podría ser mantener una tasa de interés determinada que no se compadece con las condiciones internas y las internacionales, o mantener un tipo de cambio real determinado, sin tener los instrumentos necesarios para hacerlo, se le están dando más obligaciones que las posibilidades que tiene de enfrentarlas.

En el medio económico nacional ya ha pasado a ser aceptado, en términos generales, que el fisco y el sector público tienen un papel principal en el control de la demanda agregada.

Reconociendo la relación estrecha que existe entre los excesos de demanda agregada y las fluctuaciones del tipo de cambio real, es inmediata la

conexión que si se desea apuntar a algún tipo de cambio real, la única posibilidad de acercarse a tener éxito precisa de la colaboración en el comportamiento del fisco.

Un fisco que incrementa su gasto de una manera excesiva está influyendo para que caiga el tipo de cambio real y nada logrará el Banco Central con políticas monetarias contractivas para evitar la tendencia a la caída del tipo de cambio real.

Más aún, si se apunta al logro de determinada tasa de inversión aparece de inmediato la necesidad de que el fisco observe tasas de ahorro acordes con la tasa de inversión esperada, y con un aporte controlado y estable de ahorro extremo. Evidentemente, también pudiera colaborar a través de políticas tributarias al estímulo del ahorro privado, como elemento concurrente al logro de tales objetivos.

Reconociendo que tal distribución de funciones es la adecuada y estando el nivel actual de la discusión dentro del país en gran medida acorde con esta apreciación, puede preguntarse si acaso estas dos agencias gubernamentales están comportándose de la manera necesaria para que se logren los objetivos de la manera indicada.

La respuesta a esta pregunta tiene dos alternativas: a) no están siendo asignadas correctamente las funciones, o b) sí lo están siendo, pero lo son de un modo encubierto.

Quizás la verdad esté entremedio de ambas alternativas, atendida la evolución que ha mostrado la forma de hacer política económica.

Ya ha quedado en el pasado la discusión sobre los méritos de políticas keynesianas, según las cuales los déficits fiscales eran un estímulo conveniente para el crecimiento de las economías, discusión que fue muy popular entre quienes propician mayor tamaño del Estado.

En el pasado, los directores de presupuesto de la nación encubrían recursos aun del Ministro de Hacienda, protegiendo la caja fiscal. A su vez, el Ministro de Hacienda normalmente intentaba ocultar parte de los recursos, ante la voracidad gastadora del resto de la administración pública.

En los últimos años se ha observado en la práctica un superávit, pero éste ha solido ser superior al planteado inicialmente.

A lo que apuntan los argumentos anteriores es que las autoridades fiscales han, aparentemente, intentado mantener un ahorro fiscal en la medida que han podido, pero de una manera levemente encubierta.⁴ Si ello es así,

⁴ En la práctica se han acumulado superávits cuantiosos. En 1993, éste alcanzó a 5,0% del PGB. La utilización de este superávit, sin embargo, no ha sido la que ayudaría más al Banco Central, cual sería el prepagar la deuda que el Fisco mantiene con esa institución, como se hiciera en años anteriores. En definitiva, el

indica que establecer como objetivo de la política fiscal el tener una determinada tasa de ahorro, no ha anclado aún como para ser una postura válida en nuestro actual entendimiento político-económico.

Probablemente en una etapa más avanzada podría plantearse como objetivo aceptable el logro de determinadas tasas de ahorro por parte del sector público, atendido que siempre se hace presente que las necesidades de gasto social son mucho más urgentes, no aquilatando debidamente los efectos beneficiosos que produce de todas maneras, en todos los sectores de la economía, el logro de mayores tasas de ahorro y de inversión.

¿Son los actuales vehículos los más eficientes?

¿Están capacitadas las agencias gubernamentales indicadas para llevar a cabo su trabajo o hay rigideces y debilidades en su actual estructura?

Pienso que estas interrogantes permiten identificar algunas respuestas claras al respecto.

Es conocida la débil situación patrimonial del Banco Central, que, con pasivos totales superiores a 20 veces la emisión, tiene una estructura frágil como para llevar a cabo su misión estabilizadora. Es más, objetivo de intentar apuntar a un tipo de cambio real dado supera largamente su capacidad de reacción.

Este es un argumento adicional —expuesto en reiteradas oportunidades— que refleja la preocupación por avanzar hacia una asignación apropiada de las funciones entre el Banco Central y la Tesorería, así como por alcanzar una estructura patrimonial adecuada del Banco Central, en la que sus pasivos totales superen levemente a la emisión y se entregue el resto de los activos y pasivos a la administración del fisco. Este último, dotado de una batería de medios de reacción, podrá adoptar, a través de la elaboración de presupuestos fiscales de largo plazo, las medidas de estabilización requeridas, así como apuntar al tipo de cambio real que estime conveniente. De este modo, también quedarán claramente indicadas sus responsabilidades.

La débil estructura patrimonial del Banco Central se complementa con la poca transparencia —recién señalada— con que se administran los presupuestos fiscales y la magnitud del sector público, lo que hace muchas veces que su verdadera política sea desconocida por el resto de los agentes económicos, no obstante ser un agente tan importante.

Banco Central ha debido emitir **PRBC** por esos montos, incurriendo en un diferencial negativo de 26% sólo por concepto de reajuste en los últimos tres años y medio, considerando que la deuda fiscal devenga tasa Libor y reajuste dólar, y el Banco Central financia a UF + 6,5. Nótese la magnitud del traspaso encubierto de recursos al Fisco.

El ingrato y tantas veces mencionado episodio de las pérdidas en operaciones a futuro de Codelco es otra indicación de los efectos de la poca transparencia unida al riesgo de un tamaño desorbitado del sector público.

c) La normativa ha quedado rezagada ante los acontecimientos

La crisis del año 1982 tuvo secuelas positivas además de las negativas.

En efecto, sirvió para corregir algunas deficiencias, como la calidad de la supervisión del sistema financiero. Sirvió también para llevar a cabo las tareas pendientes de privatización de grandes empresas y demostró la potencialidad del modelo económico chileno, al salir rápidamente de la crisis, que lo sorprendió en una de las peores posiciones en América Latina en cuanto a los indicadores macroeconómicos de endeudamiento.

La secuela negativa que hemos subrayado aquí es la excesiva cautela con que las autoridades han enfrentado el proceso de racionalización y eliminación de los controles. Por cierto, la sensación de perder el control provoca incertidumbre, pero esa es necesariamente la dirección a seguir si se desea continuar avanzando. Quien no toma riesgos, tampoco obtiene grandes resultados.

A pesar de todas las regulaciones, es indesmentible que la economía chilena está hoy mucho más orientada hacia el exterior. Se trata, por lo demás, de un problema de supervivencia futura. En diversos sectores productivos, a las empresas chilenas ya les quedó chico el país.

Para poder crecer, estando el mercado limitado por el tamaño de sus ingresos, las empresas necesariamente deben buscar internacionalizar sus operaciones. No siempre el comercio exterior es suficiente para suplir la deficiencia del mercado local. Las políticas proteccionistas de algunos países aconsejan tener adicionalmente una operación local para fortalecer la presencia en mercados no siempre predecibles.

En otros casos, como lo indican las inversiones en el sector eléctrico de países vecinos, el rubro del inversionista chileno es prácticamente un no-transable, por lo cual la expansión de la empresa en su rubro principal requiere establecerse en el otro mercado.

Invertir en el exterior permite aprovechar una ventaja competitiva que ha adquirido la economía chilena, a saber, la capacidad empresarial para competir en mercados libres. Esta es producto de casi dos décadas de experiencia y otorga una ventaja en economías de reciente liberalización.

La puerta que abriera el Capítulo 12b del Compendio de Cambios Internacionales fue muy oportuna al permitir canalizar estas necesidades, aunque permanece vedada para el sector financiero.⁵

Conclusión

Dado el grado de apertura que presenta la economía chilena —por mucho que se pueda argumentar que no hay una escasez de capitales que esté coartando la capacidad de crecimiento—, no parece posible ni conveniente seguir aislando por medio de controles a los flujos de capitales pues estos últimos tienden a erosionarse en el tiempo y a provocar efectos secundarios negativos.

El único garante de la estabilidad es un manejo económico responsable, y para ello es preciso identificar los puntos de debilidad, asignar adecuadamente las responsabilidades entre las agencias de gobierno, dar transparencia a las políticas y robustecer las estructuras de gobierno para darle la posibilidad de ejecutar las tareas asignadas.

La forma en que se ha de proceder a levantar las restricciones es evidentemente materia de decisión de la autoridad (así como hasta ahora ha optado por no hacerlo), pero hay algunos pasos iniciales muy poco riesgosos que pueden darse. Entre ellos, unificar los mercados cambiarios; terminar con la interdicción del sector financiero para invertir y prestar en mercados externos con cierta libertad como parte normal de sus operaciones; armonizar algunas distorsiones tributarias, y abandonar el control cambiario, atendidas las restricciones que impone a la propia autoridad además del mercado.

No cabe discutir hoy los pasos adicionales que permitirían abrir completamente la economía chilena a los flujos de capitales, pues previamente hay que avanzar en los pasos obvios y poco riesgosos que se han indicado.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Corbo, Vittorio y Hernández, Leonardo. "Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows: Rationale and some Recent Experiences". En *Portfolio Investment in Developing Countries*, Banco Mundial, Washington D.C., 1993.
- Rosende, Francisco. "Apertura financiera: Efectos macroeconómicos y restricciones". *Estudios Públicos*, 55 (invierno 1994).

⁵ La norma permite la inversión en el exterior sin autorización previa, sólo con informe al Banco Central, con recursos provenientes del mercado cambiario informal. Por esta vía se han invertido hasta julio de 1994 US\$ 928,7 MM.

Tapia de la Puente, Daniel. "Apertura al mercado financiero internacional" y "Comentarios de Sergio Baeza". En *Institucionalidad económica e integración financiera con el exterior. Tercera mesa redonda*. Santiago de Chile: Instituto de Estudios Bancarios, 1979.

———"Tópicos para la agenda económica 1992". *Documento de Trabajo*, N° 171 (enero 1992), Centro de Estudios Públicos (CEP), Santiago de Chile.

———"Experiencia del Banco Central autónomo". *Cuadernos de Economía*, N° 91, año 30 (diciembre 1993), Universidad Católica de Chile. □