

## **EQUILIBRIOS MACROECONOMICOS DE SEGUNDA GENERACION**

Patricio Arrau  
14 de julio de 1998  
Encuentro de Finanzas de ICARE

A riesgo de parecer extraordinariamente extemporáneo, he preparado esta presentación con temas domésticos, para lo cual quisiera partir con una analogía.

Los países, como las personas, crecen y se desarrollan. Como las personas, los países requieren de un entorno sano y adecuado para incrementar sus potencialidades, el que no puede ser estático en el tiempo, sino que debe ir adaptándose a cada etapa de la vida. ¿Qué ocurriría si un padre estricto no se adapta e impone a su hija de 18 años el mismo régimen horario y de limitaciones que imponía cuando la hija tenía 15 años?, ¿Si no da espacios de confianza y de mayor libertad a medida que su hija crece y se desarrolla?. Será que por tener yo mismo una hija de 15 años estas preguntas me parecen de vital importancia. Presumo que si no me adapto en los próximos 3 años, tendré una creciente distancia con mi hija, no me enteraré de quienes son sus amistades o lo que hace en las fiestas, tendré que lidiar con mentiras y discusiones permanentes, se acumulará la tensión en nuestra relación hasta que, muy posiblemente, llegue el día que me diga que abandona el hogar.

La economía chilena ha experimentado un intenso y exitoso proceso de transformación en las últimas dos décadas que se ha traducido en envidiables tasas de crecimiento desde 1985. Un elemento fundamental de este proceso ha sido el consenso en los distintos sectores de la sociedad acerca de la necesidad de mantener los llamados equilibrios macroeconómicos. Preservar los equilibrios macroeconómicos es una condición necesaria que no puede subordinarse a ningún diseño de política sectorial o de cualquier otra naturaleza. La autoridad económica ha privilegiado la mantención de los equilibrios macroeconómicos a toda prueba, lo que ha sido sin lugar a dudas el principal elemento de “entorno sano y adecuado” en el que se ha desarrollado la economía chilena.

En octubre de 1997, sin embargo, hemos despertado violentamente a una situación de desconcierto e incertidumbre macroeconómica. Hemos descubierto que la economía chilena no estaba tan equilibrada como pensábamos. Sin desmerecer la enorme importancia que tiene el detonante externo en nuestra situación interna, representado en la crisis asiática, creo que es evidente que la crisis externa ha develado también desequilibrios ocultos que no supimos o no pudimos identificar a tiempo. Estos desequilibrios se venían acumulando soterradamente y ciertamente

no son sólo responsabilidad de la autoridad. Aquellos agentes privados que planificaron gastos e inversiones con descalce cambiario son también parte de esta historia, aunque la responsabilidad por cautelar los equilibrios macroeconómicos es de la autoridad económica.

El entorno ha cambiado y las instituciones, con sus normas y reglas, deben también adaptarse. La idea central que quisiera transmitir en esta presentación es que el mundo financiero globalizado impone nuevas condicionantes para cautelar los equilibrios macroeconómicos. El concepto mismo de equilibrios macroeconómicos debe incorporar nuevas señales, nuevos objetivos de política. La noción de equilibrio macro tradicional o de primera generación debe dar paso a una definición más amplia. En la definición de los equilibrios y políticas macroeconómicas de segunda generación debe darse cabida también a lo que ocurre con el descalce cambiario de las empresas, el nivel de actividad y número de las instituciones del mercado de capitales, la profundidad y transparencia de los mercados financieros y cambiarios, el fortalecimiento de las instituciones que lo componen, etc. Si los mercados secundarios se debilitan sistemáticamente en el tiempo es posible que se estén incubando problemas. La globalización de las finanzas requiere de una nueva agenda y de un nuevo listado de instrumentos de control macroeconómico, reconociendo lo que la autoridad puede o no puede controlar en el nuevo contexto. No es lo mismo controlar los flujos de capitales en un país con categoría de riesgo BB que hacerlo en uno A-. Mientras más exitoso es un país y más interés despierta en el resto del mundo, la agenda de hacer los mercados cambiarios más transparentes y profundos adquiere mayor relevancia.

Para fundamentar mejor estas ideas, quisiera detenerme un momento para describir brevemente lo que entiendo por equilibrios macroeconómicos de primera generación.

### **Política macroeconómica de los noventa**

Desde los años setenta la autoridad económica chilena privilegia el equilibrio fiscal y monetario, la reducción de la inflación, el fortalecimiento de las instituciones de recolección de impuestos. En los ochenta se incorpora el ingrediente que han descuidado los países asiáticos: la regulación del sistema bancario y de mercado de capitales. A fines de los ochenta, para fortalecer aún más las bases institucionales de los equilibrios macroeconómicos en un contexto de democratización de las decisiones políticas y económicas se crea el Banco Central autónomo. En los noventa, el recientemente creado Instituto Emisor no ha dudado en seguir una política de rebaja persistente de la tasa de inflación y realizar ajustes macroeconómicos cada vez ha sido necesario. En particular, no ha dudado en incrementar la tasa de interés cada vez que la expansión de la

demanda agregada o el desequilibrio externo, definido este último como un déficit de cuenta corriente de 4%, lo ha requerido. Así en la expansión de 1992/93 la tasa se elevó a 6,5% real anual; en la expansión de 1995 la tasa se llevó a 7,5% real anual; en la expansión de 1997, agravada por consideraciones de desequilibrio externo asociado a la crisis asiática, la tasa se llevó a 8,5% real, con períodos transitorios de tasas sorprendentemente más elevadas, incluido hoy mismo.

Para sustentar su política monetaria restrictiva, la que a su vez estaba condicionada por la meta de inflación anunciada en septiembre de cada año, el Instituto Emisor utiliza una batería de instrumentos de control de capitales externos, siendo el de mayor importancia el encaje a los flujos de capitales. El propósito de estos controles es permitir un nivel de tasas de interés doméstico superior al externo, intentando evitar que los ajustes de tasa se traduzcan en una mayor apreciación del tipo de cambio real. Es obvio que este último objetivo no pudo lograrse. En octubre pasado el tipo de cambio real llegó a estar un 20% más bajo (o apreciado) que el promedio de 1994. Entre 1995 y 1997 el Banco Central debe expandir la aplicación del encaje a entradas por concepto de ADR y de inversión externa directa (DL 600) para tratar de impedir una mayor apreciación.

La aplicación de la banda cambiaria, por su parte, se tradujo en la práctica en un tipo de cambio semi-fijo con tendencia a la apreciación. La combinación de una alta y permanente tasa de interés y su efecto de empujar al dólar al piso de una banda con tendencia a la apreciación se tradujo en un enorme incentivo al gasto en bienes importados, alimentados y financiados por un enorme incentivo a la entrada de capitales por razones de arbitraje. El primer semestre de 1997 nadie creía en la existencia del riesgo cambiario o de moneda; ni los consumidores, ni los comerciantes importadores, ni los inversionistas.

La apreciación cambiaria, por su parte, afectó seriamente a las exportaciones no tradicionales y paulatinamente fue surgiendo un creciente problema estructural en la cuenta corriente.

Por su parte, la autoridad fiscal eleva el ahorro público y el superávit fiscal a principio de los noventa hasta estabilizar el ahorro público por sobre un 5% del producto y el superávit en torno al 2% del producto desde 1993. Desde entonces el gobierno sigue una política fiscal relativamente neutral desde el punto de vista del ciclo económico, donde el gasto total del gobierno crece por debajo del producto con excepción del año 1996, aunque la absorción crece por arriba del producto también los años 1993 y 1994. Si bien se puede argumentar que el Fisco no colaboró a acomodar la expansión de gasto privado, es difícil argumentar desde el punto de vista

empírico, como lo han comprobado diversos estudios, que los desequilibrios cambiarios fueron causados por el Fisco.

Aunque el propósito de esta presentación es proponer ajustes institucionales y estructurales a nuestro modo de hacer política macroeconómica, no quisiera pasar la oportunidad de concluir este recuento macroeconómico de los noventa con un breve comentario sobre la situación de hoy.

Nuestro despertar al otrora abolido riesgo cambiario o de moneda en octubre de 1997 no ha dejado de ser doloroso. En medio de una enorme expansión de nuestra demanda interna y de una acumulación de reservas de 5% del PIB (US\$ 4.000 millones) entre enero y octubre de 1997, la caída de Corea inició fuertes expectativas de devaluación que aún no es posible contener del todo. El Banco Central ha estado haciendo lo correcto desde enero de 1998. El juego monetario/cambiario desde octubre de 1997 se llama contener las expectativas de devaluación. No es correcto pensar en liberalizar el tipo de cambio mientras no se tomen las medidas que profundicen el mercado cambiario y es ilusorio pretender recuperar de una vez el camino perdido en los últimos 3 años en materia cambiaria sin afectar permanentemente los logros en materia de inflación. La nueva banda cambiaria es sólo un ingrediente más en el esfuerzo por contener las expectativas de devaluación y sería conveniente que el Banco Central elimine la banda tan pronto como se consiga dicho objetivo. La rebaja del encaje, por otra parte debe ser el preludio a su eliminación total en lo que resta del año. El Banco Central merece crédito por no haber perdido la capacidad de sorprender con una medida que nadie pensaba que podía ser tomada. La defensa de la actual banda y la normalización de la liquidez en el sistema financiero son los más importantes objetivos de política en los próximos días, lo que es bastante más fácil con un discurso uniforme y colaborador desde las autoridades de gobierno, como ha sido el caso en las últimas semanas. Definitivamente no es necesario volver a subir la tasa de instancia monetaria; el Banco Central tiene los instrumentos y reservas para reponer la liquidez a 8,5% anual y mantener el tipo de cambio en torno al dólar acuerdo el resto del año.

### **Equilibrios macroeconómicos de segunda generación**

Luego de este recuento de la política macroeconómica de los noventa, quisiera extraer algunas lecciones que nos ayuden a rediseñar nuestras instituciones y nuestros objetivos de política macroeconómica en los próximos meses.

Estos temas de diagnóstico estructural son altamente opinables y es obvio que aun no hay un consenso al respecto.

La primera lección es que la férrea voluntad de cautelar los equilibrios macroeconómicos tradicionales no nos ha liberado de acumular otro tipo de desequilibrios macroeconómicos. Es necesario expandir los objetivos de política para incorporar también indicadores macrofinancieros.

En segundo lugar, es necesario reconocer cuál es el ámbito adecuado de variables que la autoridad sí puede controlar, el que cambia en el tiempo de acuerdo al desarrollo que alcanza el país. La combinación de tasa de interés alta, banda cambiaria y control de capitales está agotada y no puede ofrecer estabilidad macroeconómica hacia adelante. El reconocimiento de esta lección requiere un conjunto de ajustes o adecuaciones financieras y cambiarias a la brevedad.

La llamada globalización de las finanzas y de los flujos de capitales, unido a nuestro propio nivel de desarrollo alcanzado, impone estas nuevas condicionantes y limitaciones a lo que la autoridad puede o no puede controlar. Volviendo a la analogía de la hija de 18 años. Los padres de la segunda mitad de los setenta y de la primera mitad de los ochenta podían tener en sus casas a sus hijas a las 1:30 de la mañana porque en aquella época no existía vida nocturna después de las 2 de la mañana: la vida nocturna estaba abolida. Es decir, existía el entorno externo que hacía posible ese objetivo sin esfuerzo. Hoy el padre sí puede pedir a su hija de 15 años que vuelva a la 1:30 de la mañana, pero probablemente no puede pedir lo mismo a su hija de 18 años, cuando los lugares nocturnos que ellas frecuentan recién abren a esa hora. Las cosas han cambiado para peor, dirán algunos; las cosas han cambiado en la dirección de los desafíos y las complejidades que vienen con la mayor libertad.

En el tiempo que resta quisiera mencionar algunos aspectos que deben ser observados y analizados con mayor detalle a la hora de hacer política macroeconómica.

Primero. Profundizar el mercado cambiario y dejar más libre el tipo de cambio.

Mientras entre 1995 y 1997 el mundo privado en Chile, tanto residente como no residente, se descalza en su posición cambiaria en la dirección de activos unidades de fomento y deudas en dólares, el Banco Central se descalza en la dirección contraria, soportando fuertemente el costo de la diferencial de tasas en su balance. Este descalce cambiario de características macroeconómicas explica la enorme demanda de dólares cuando se pierde la confianza en que el Banco Central pueda seguir controlando el valor del dólar. Se requiere tomar medidas para profundizar muy seriamente el mercado cambiario y dejar que el mercado juegue un rol mayor en su determinación. Se ha dado un enorme paso en esta

dirección con la reducción del encaje a un 10%. La apertura de la cuenta de capitales y la eliminación definitiva del encaje son hoy imperativos para evitar desequilibrios cambiarios inducidos en el futuro. La profundidad de los mercados cambiarios requiere mayor espacio para nuevos productos que permitan cubrir el riesgo cambiario.

Estoy consciente que este es un tema altamente discutible y que existe una especie de empate entre los economistas que desean mayores controles y aquellos que deseamos mayor liberalización. Alguien debe definir el empate, aunque sea por penales.

Segundo. Es necesario sincerar las cuentas externas.

Las cuentas externas del Banco Central cada vez menos claras. Hasta antes de la crisis asiática las entradas por inversión externa directa cada vez tenían más contenido especulativo y de arbitraje; los anticipos de exportaciones cada vez eran en mayor proporción financiamiento externo de largo plazo sin encaje; los créditos de importaciones eran menos crédito de proveedores y más colocaciones de bonos internacionales sin encaje. El Banco Central cada vez se enteraba menos de lo que en realidad sucedía. Como ha ocurrido en muchos otros lugares del mundo, como por ejemplo en Europa en los ochenta, la apertura de la cuenta de capitales se hace una necesidad en la medida que el país crece y se desarrolla, simplemente porque la innovación financiera hace imposible los controles y busca modos de superarlos. En el último tiempo nos hemos quedado con los costos de los controles y hemos perdido los beneficios de autonomía monetaria. Se combate mejor la especulación con cuentas transparentes, conociendo las posiciones cortas de los especuladores, lo que sólo es posible en un contexto de flujos libres y mercados transparentes.

Tercero. Observar con atención la evolución de los mercados secundarios y promover su fortalecimiento.

En 1995 el mercado de capitales cumplía 15 años de extraordinario desarrollo, con una fuerte expansión de las instituciones, actividad y sofisticación de los instrumentos. La reforma del mercado de capitales de 1994/95 y los acuerdos para aprobar la nueva ley de bancos sugerían en aquella época la posibilidad de convertir a Santiago en un centro financiero regional. En 1998, a los 18 años de vida, la actividad financiera y de mercado de capitales ha decaído notablemente. El proceso es anterior a la crisis asiática y ésta última ha venido a dar el golpe de gracia. La niña se veía radiante en 1995, lista para enfrentar la prometida mayor libertad y confianza que su padre parecía dispuesto a entregarle.

Por ejemplo, en 1995 el volumen transado en el mercado accionario nacional alcanzó un máximo de 17% del PIB, luego de crecer

aceleradamente desde niveles de 2,5% del PIB en 1990. En 1997 el mismo indicador bajó a 9,6% del PIB. En 1995, el volumen transado de instrumentos de renta fija a más de 1 año plazo alcanzó un máximo de 124% del PIB, más que duplicando el valor de 1990. En 1997 el mismo indicador bajó a 115% del PIB. Asimismo, la capitalización del mercado bursátil bajo a 97% del PIB en 1997 luego de alcanzar un 128% del PIB en 1994. Sólo el indicador de intermediación financiera, es decir el volumen transado en instrumentos a menos de 1 año, incrementa fuertemente su nivel, duplicando su valor desde un 90% del PIB en 1995 hasta un 180% del PIB en 1997, lo que puede deberse en parte a una profundización de los mercados de corto plazo, en parte al acortamiento del horizonte de inversión de algunos inversionistas institucionales y en parte al alto volumen de especulación inducida por la diferencial de tasas.

Esto no sólo ocurre en el mercado formal de capitales, también ocurre un debilitamiento en el mercado interbancario, donde el mercado de puntas de renta fija se observa menos profundo que hace 3 años.

Con anterioridad a la crisis asiática, el debilitamiento de los mercados financieros está también ligado a la política de control de capitales, en particular por la introducción del encaje a los ADR secundario. Para fortalecer los mercados primarios, es necesario fortalecer los mercados secundarios que sustentan los primarios.

Cuarto. Planificar la estructura de pasivos del Banco Central de acuerdo a las necesidades de mercado.

Uno de los roles más importantes de la autoridad económica financiera es completar mercados y crear las instituciones que sustenten dichos mercados. En los próximos tres años las concesionarias de infraestructura deberán levantar entre US\$ 2.000 y US\$ 3.000 millones en bonos en unidades de fomento a largo plazo. Se ha dado importantes pasos para hacer posible esta necesidad de financiamiento, como autorizar la emisión en el exterior de papeles en unidades de fomento. Sin embargo, difícilmente los extranjeros comprarán bonos largos en UF si no cuentan con mercados de seguros de cambio. Para ello se requiere en el mercado doméstico un alto volumen de instrumentos de largo plazo denominados en dólares. El Banco Central ha emitido la semana pasada por primera vez estos documentos a 3 años plazos. Es posible y necesario profundizar rápidamente este nuevo mercado de modo que el sistema financiero pueda ofrecer coberturas de riesgo de largo plazo a los inversionistas internacionales que se interesen en comprar bonos de infraestructura. Demás está decir que se espera el pronunciamiento de la autoridad fiscal a la brevedad para homologar el impuesto de 4% a las remesas de intereses para este nuevo instrumento.

Quinto. Normativa de coberturas de tasas.

Las AFP son compradoras naturales de los bonos de infraestructura y de otros instrumentos. Sin embargo, ellas no se interesan en dichos bonos en parte por la poca liquidez que tienen y el alto riesgo de tasas de interés que enfrentarían. Hace 4 años se anunció la autorización para que los bancos puedan ofrecer coberturas de tasas de interés. Aún no se emite dicha normativa precisamente por el temor que tenía la autoridad de incrementar las posibilidades de arbitraje de tasas, otro ejemplo de cómo la política de control de capitales inhibe la creación de nuevos mercados.

### **A modo de conclusión**

En fin es posible seguir incrementando la lista de “adecuaciones financieras” que requiere nuestra economía, pero el tiempo es escaso y no quiero abusar de vuestra paciencia.

He querido concentrarme en esta presentación en temas domésticos. Mi intención es contribuir a un diagnóstico más estructural concentrado en nuestros temas domésticos precisamente porque es allí donde está el ámbito de nuestras decisiones y es allí donde podemos hacer la diferencia. En realidad, el proceso de adecuar nuestro entorno institucional macrofinanciero ya ha sido iniciado con fuerza por el mismo Banco Central con la rebaja del encaje. Los países como las personas, crecen y se desarrollan en una forma no lineal, sino que a saltos. Estamos en el momento de un nuevo salto que el Banco Central de Chile puede liderar.

Tenemos en Jacob Frenkel a un destacado visitante extranjero, que realiza política monetaria y cambiaria en su país en un contexto de libre flujo de capitales externos. Como la mayoría de los personeros de organismos multilaterales y públicos, seguramente tiene admiración por lo que hemos realizado en los últimos quinquenios. Nosotros también admiramos lo que hemos hecho. Este es el momento para tomar medidas que nos permitan admirar también el próximo quinquenio.

Muchas gracias.