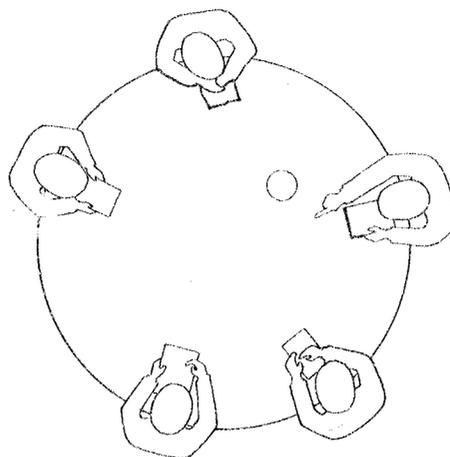


Serie de Estudios Económicos

Documentos de Investigación



Nº 14

Reflexiones sobre apertura financiera:
El caso chileno

Mario Gutiérrez Urrutia

Santiago, Mayo de 1982

TRABAJO EDITADO POR EL
DEPARTAMENTO DE INFORMACIONES
ESTADISTICAS Y PUBLICACIONES
DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

EL CONTENIDO DEL PRESENTE TRABAJO
ES DE EXCLUSIVA RESPONSABILIDAD DE
SU AUTORA Y NO COMPROMETE LA OPI-
NION DEL BANCO CENTRAL DE CHILE.

INDICE

	Pág.
1. ESQUEMA DE ANALISIS	7
2. IMPUESTOS Y DISPONIBILIDAD DE CREDITO INTERNO	11
3. APERTURA FINANCIERA Y POLITICA MONETARIA	15
4. APERTURA FINANCIERA Y "RIESGO-PAIS"	19
5. APERTURA FINANCIERA Y EVOLUCION DEL MERCADO DE CAPITALES	25
5.1 Evolución de la apertura y situación actual	25
5.2 Pautas de la Evolución Futura	26
6. REFERENCIAS	29
7. ANEXOS ESTADISTICOS	31
GRAFICOS:	
Nº 1: Demanda de dinero y restricciones al endeudamiento externo	12
2: Apertura financiera y ajuste dinámico en el gasto para un nivel dado en cuenta corriente	17
3: Impuesto óptimo al endeudamiento externo	20
4: Impuesto al endeudamiento externo: cambios en el spread y en el libor	22

1. ESQUEMA DE ANALISIS

En una economía pequeña y abierta, un régimen cambiario de tipo fijo tiene como característica esencial la endogeneidad de la cantidad nominal (y real) de dinero existente en la economía en todo momento. Es decir, la cantidad de dinero y el crédito doméstico en la economía son resultado de decisiones individuales en cuanto a la mantención de saldos monetarios y a la cantidad de crédito demandado.

Al fijar el tipo de cambio, el Banco Central pierde de inmediato el control sobre la base monetaria, la que se acomoda a los deseos de las personas a través de cambios en el nivel de Reservas Internacionales 1/.

Los movimientos en Reservas se traducen en movimientos en la cuenta de capital y/o corriente de la Balanza de Pagos, dependiendo de si el ajuste se realiza mediante el mercado de bienes y servicios y/o de activos financieros.

Con el fin de que la Balanza de Pagos (\dot{R}) refleje los excesos de demanda flujo de dinero ($\dot{R} - (\dot{M}^d - \dot{M})$) 2/, es necesario asumir continuo equilibrio en el mercado monetario interno, lo cual requiere de tres condiciones básicas [1,2,3]:

1. Que exista un suficiente grado de apertura real y financiera, de modo que desequilibrios en los mercados de bienes y servicios y de activos se expresen en variaciones en cuenta corriente y/o de capital.
2. Que la demanda por dinero doméstico sea una función estable de un número limitado de variables, entre las cuales las más importantes son el ingreso y la tasa de interés.

1/ La situación es básicamente la de un Monopolista, el cual fija el precio o la cantidad.

2/ $\dot{R} = \delta R / \delta t$, $(\dot{M}^d = M^d / \delta t$ y $\dot{M} = \delta M / \delta t$, donde R , M^d y M corresponden, respectivamente, a reservas internacionales, demanda deseada de dinero en términos nominales y cantidad nominal de dinero, para una derivación formal de las relaciones que se derivan de un enfoque monetario de la balanza de pagos Ver [7].

3. Que la capacidad productiva del país esté plenamente utilizada. Esto garantiza que variaciones en la relación Gasto-Ingreso ($Y^e - Y$) se reflejen en Balanza de Pagos a través de alza en el nivel de precios de los bienes no transables y sustitución hacia los transables.

El punto No 1 será discutido ampliamente en el desarrollo de las secciones siguientes, por lo que nos referiremos en esta parte a las condiciones restantes.

La estabilidad de la demanda de dinero juega un rol central en el enfoque monetarista, ya se trate de economías cerradas o abiertas.

Pese a la discusión que existe al respecto, V. Corbo [4], en un estudio de la demanda por dinero para la década del 70, concluye que no es posible rechazar la hipótesis de estabilidad a pesar de la alta variación en las tasas de inflación experimentadas en el período y a la diversidad de políticas adoptadas. La conclusión anterior surge de estimaciones de la demanda de dinero que consideran un proceso adaptable y racional de formación de expectativas respecto a la tasa de inflación.

Si bien es cierto, la teoría indica que cambios de política podrían modificar la estructura de los parámetros de regresiones históricas [5], en el ámbito de la discusión que aquí se plantea podría sugerirse que si algunos cambios se han producido en la especificación estimada para la década pasada, éstos han surgido en los primeros años de adopción del actual esquema económico durante los cuales se introdujeron modificaciones importantes.

Lo anterior es confirmado por J. Acevedo y J. Vial [6], quienes demuestran, en términos similares a los de V. Corbo, la estabilidad de la demanda de dinero para el período 1974-1979.

El impacto que, las variaciones en el Gasto, tengan sobre el producto y los precios, es crucial respecto al grado de monetarismo que pretenda atribuirse a la Balanza de Pagos.

En una economía como la chilena, donde la tasa de desempleo se encuentra fuera de los rangos que podrían llamarse de "tasa natural", según su grado de desarrollo, sólo una parte de los desequilibrios monetarios que se resuelvan a través del mercado de bienes se reflejaría en movimientos en cuenta corriente, y la otra, en variaciones en el nivel de actividad económica. Esto se acentúa en una situación en que rápidos ajustes a través de la Cuenta de Capital no son permitidos. A este respecto cabe mencionar el ajuste de la economía al excesivo flujo de demanda por dinero creado como consecuencia de la fuerte reducción del déficit fiscal en 1975 [7].

Se observa que los niveles de precios se comportan como variables stocks, es decir, no experimentan saltos discretos. Los precios de activos financieros, por otro lado, tienden a comportarse como variables flujos en el sentido de que cambios discretos son posibles en dichas variables. [8].

De lo anterior se deduce la importancia de tener, en una economía pequeña y abierta con tipo de cambio fijo, la cuenta de capital abierta, dado

que los niveles de precios responden a diferentes shocks con rezago, y considerando que los niveles de actividad pueden ser afectados al variar la relación Gasto-Ingreso, los desequilibrios monetarios son más fácilmente resueltos a través del mercado de activos financieros.

La eliminación de restricciones al flujo de activos financieros externos permite atribuir un mayor grado de monetarismo en la Balanza de Pagos.

2. IMPUESTOS Y DISPONIBILIDAD DE CREDITO INTERNO

Cualquier impuesto al sistema bancario aplicado al movimiento de fondos a través de la Cuenta de Capital, como resultado de las transacciones de activos financieros externos, afectará el equilibrio monetario de largo plazo y, en consecuencia, afectará también el saldo de la Balanza de Pagos para una determinada Política Monetaria y tasa de inflación interna 3/.

En particular, en una situación en que existe equilibrio en el Presupuesto Fiscal y una Política Crediticia neutra de parte del Banco Central, el saldo en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos necesariamente debe igualarse, en valor absoluto, al saldo en la cuenta de capital más el componente reposición de la demanda de dinero, como consecuencia de la inflación interna, y más el crecimiento en la demanda de dinero resultante del crecimiento real del producto. Por lo tanto, el incremento periódico en las reservas internacionales y otras variables constantes reflejarán el crecimiento real de los saldos monetarios resultante de los dos factores indicados 4/.

Los impuestos al flujo de activos externos implican cambios en forma *directa*, por una sola vez en la Balanza de Pagos y no en forma continua. Estos sólo resultan de cambios deseados en la demanda flujo de dinero y/o crédito o de variaciones en la Política Crediticia del Banco Central.

3/ En lo que sigue se aproxima explícitamente el caso de la economía chilena a un modelo bajo el cual puede aplicarse el enfoque monetario de la balanza de pagos. En torno a este esquema de análisis se discuten las variantes particulares del caso chileno.

4/ En el contexto del análisis $\frac{(\dot{M}/P)}{M/P} = \left[\frac{\dot{M}}{M} - \frac{\dot{P}}{P} \right] = [\lambda - \pi]$

Donde, $\lambda = \dot{M}/M = \dot{R}/M$
 $\pi = \dot{P}/P$

Se tiene, sin embargo, un efecto *indirecto* a través de los cambios en la demanda stock por crédito (y dinero). La presencia de impuestos y/o regulaciones al crédito doméstico, producto de la transformación de activos externos en activos domésticos afecta a la demanda stock por dinero y crédito del sector privado, produciéndose un ajuste mediante mayores tasas de interés internas.

Dado que en el contexto de la economía chilena, básicamente la oferta flujo de fondos (\dot{M}) es idéntica a la variación en las reservas (\dot{R}), y considerando como exógena la tasa de inflación, se tiene lo siguiente:

$$\lambda = \dot{M}/M$$

$$\pi = \dot{P}/P$$

$$\frac{\dot{m}^d}{m^d} = \dot{Y}/Y \quad \eta_Y, \text{ donde } Y = \text{Ingreso real}$$

$\eta_Y = \text{Elasticidad ingreso de la demanda de dinero}$

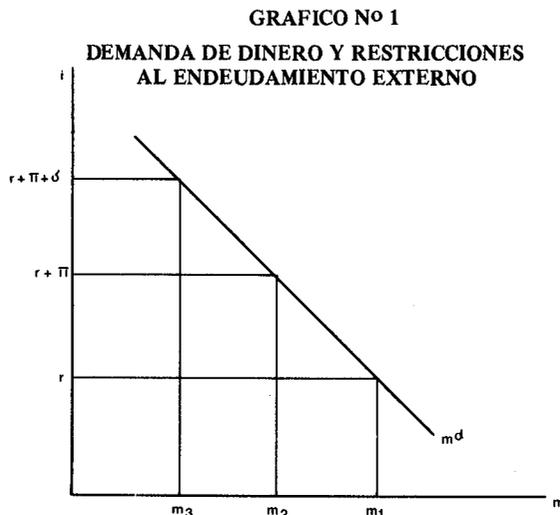
$$\text{Luego, } \left(\frac{\dot{M}}{P}\right) = (\lambda - \pi) \left(\frac{\dot{M}}{P}\right)$$

$$\lambda = \eta_Y \frac{\dot{Y}}{Y} + \pi = \dot{R}/M$$

De lo anterior se desprende claramente, cómo un impuesto equivalente a un conjunto de distorsiones al flujo de activos externos, no afecta a la tasa a la cual se monetiza el flujo neto de entrada de fondos externos.

Pese a que la tasa (λ) no se altera si cambia la *base* (m) del flujo de monetario interno ($\lambda \cdot m$) generado, el costo de fondos ofrecidos en el país es diferente en la presencia o no de impuestos al flujo de activos externos.

Si se denomina δ a la tasa de impuesto anualizada, equivalente a un conjunto de distorsiones al movimiento de capitales, la situación del mercado monetario es gráficamente la siguiente:



El efecto inmediato de la aplicación de impuestos y/o regulaciones en una situación de neutralidad del Banco Central, referente al crédito al sector privado, es provocar, para una determinada tasa real de interés de la economía, un mayor costo del dinero y, por lo tanto, del crédito. Lo anterior resulta en un menor nivel demandado y disponibilidad, elevando del mismo modo las tasas de captación y colocación de fondos generados internamente.

Las mayores tasas de interés, eventualmente, resultan en un menor gasto agregado, con lo cual el nivel de las cuentas corrientes y de capital se reducirán ajustándose a una menor demanda global de activos financieros y no financieros. Todo esto en relación con una Política Crediticia neutra del Banco Central en una situación de equilibrio fiscal.

Una situación extrema de impuestos y/o regulaciones a la demanda neta por activos financieros externos corresponde al caso en el cual los controles son tales, que la cuenta de capital adquiere el carácter de exógena, y sólo movimientos en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos permiten el mecanismo automático de corrección a desequilibrios monetarios mediante cambios en el nivel de reservas internacionales. Las tasas de interés resultan completamente desconectadas de los niveles del resto del mundo, ya que el mercado de activos financieros no monetarios necesariamente debe ajustarse a través de precios y no de cantidades.

Puede concluirse del análisis descrito, que una gradual eliminación de las distorsiones que afectan al flujo de activos financieros externos redundará en un menor costo crediticio o en una mayor demanda y disponibilidad del mismo, con sus obvias ventajas para el desarrollo y funcionamiento del mercado nacional de capitales y para el crecimiento del país.

La eliminación de distorsiones al mercado de capitales, en lo que se refiere al flujo de fondos externos, podría resultar, además, en una mayor reducción en el "spread" entre las tasas de captación y colocación, al exponerse el sistema financiero nacional en mayor medida a las fuerzas de competencia externas.

3. APERTURA FINANCIERA Y POLITICA MONETARIA

Una de las críticas, que recomienda un cierto control al flujo de activos financieros externos, se refiere a la endogeneidad que adquiere la cantidad global de dinero y crédito al abrir completamente la economía.

Resulta obvio que la mantención de un cierto grado de exogeneidad al flujo de activos financieros externos permite algún control sobre la base monetaria por parte del Banco Central, al menos en el corto plazo, ya que ajustes a desequilibrios monetarios a través de la cuenta corriente son lentos e imperfectos con efectos importantes sobre el sector real de la economía.

El control de movimientos en la cuenta de capital de corto plazo permite algún grado de desconexión de las tasas de interés domésticas en relación con las internacionales, por lo que el Banco Central, transitoriamente, adquiere la posibilidad de afectar el mercado monetario interno ante situaciones desestabilizantes internas y externas.

De igual modo, un control sobre la base monetaria permite alguna endogeneidad en la tasa de inflación, lo que permitiría también algún control sobre las fluctuaciones en la actividad del sector bienes no transables internacionalmente.

Los problemas asociados al razonamiento anterior se refieren a la discrecionalidad de la autoridad monetaria.

En primer lugar, los beneficios que provengan del control al flujo de capitales externos a través de un control monetario realizado por el Banco Central son sólo de corto plazo, ya que, eventualmente, la cuenta corriente de la Balanza de Pagos asume el peso de los ajustes requeridos por desequilibrios monetarios 5/.

5/ A este respecto se puede indicar el desequilibrio monetario creado en 1975, el cual fue resuelto principalmente por una Cuenta Corriente. Un mayor análisis de este caso se encuentra en [7].

Por otra parte, los beneficios son sólo pertinentes en la medida en que la acción especulativa, ante fluctuaciones en la base monetaria, no sea percibida correctamente por el sector privado y se realice en momentos apropiados.

Parece más aconsejable ceder dichas acciones especulativas al sector privado, a través de la entrega de un mayor volumen de información, con el propósito de que los agentes económicos perciban directamente las causas de los desequilibrios monetarios. Obviamente, cualquier desequilibrio motivado por situaciones institucionales debe ser erradicado.

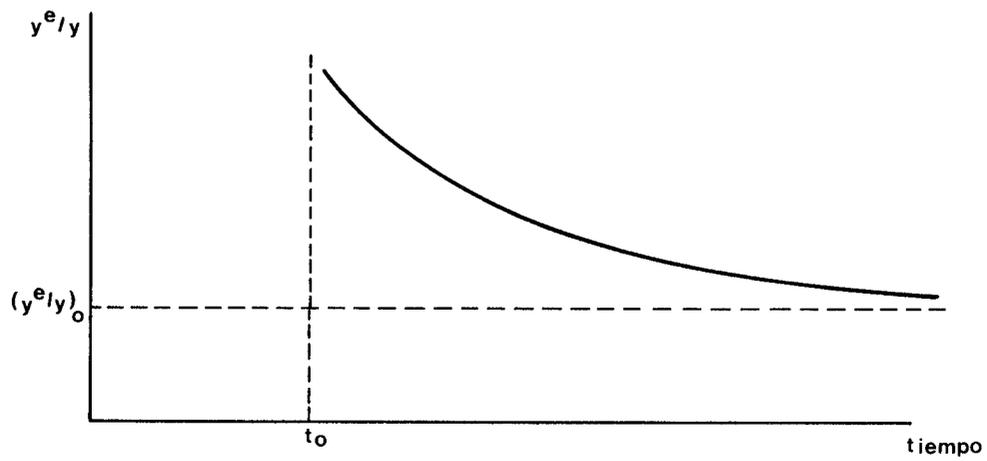
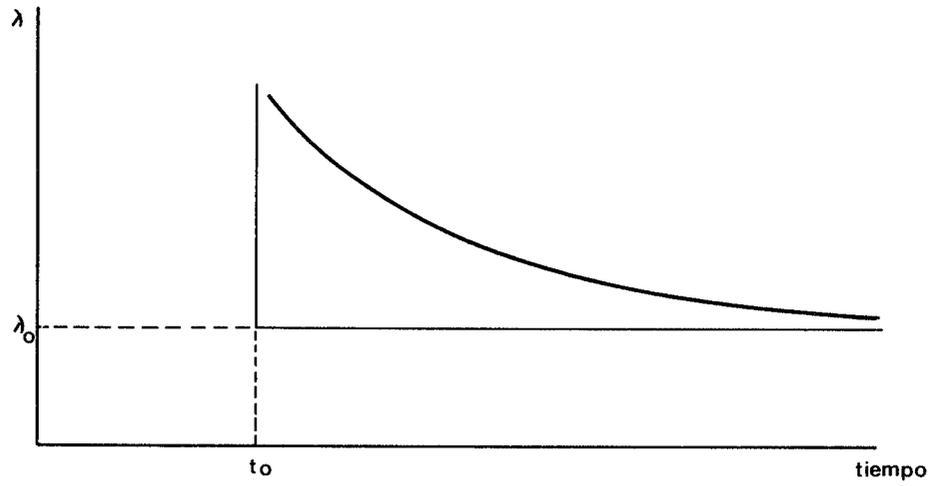
Un segundo argumento en favor de un control al flujo de capitales se refiere al saldo negativo en cuenta corriente. En el contexto de nuestro análisis, los saldos en cuenta corriente y de capital podrían variar, pero es muy difícil establecer sus magnitudes. Todo dependerá de cómo varíe la relación Gasto/Ingreso frente a un cambio en los intereses de corto plazo. Es posible un aumento en el consumo; sin embargo, en el caso de la inversión no es claro que ésta aumente, si se considera que el precio de arriendo del capital en diferentes actividades depende, en su mayor parte, de los intereses de más largo plazo.

Por otro lado, si algún efecto se produce en el Gasto, el déficit no necesariamente aumentará si el Ingreso responde de igual forma por razones de desempleo de recursos.

Conviene, sin embargo, advertir que una respuesta final de la economía a un incremento discreto en la base monetaria provoca en la dinámica de ajuste efectos que resultan beneficiosos en el caso chileno de coyuntura actual, en la que no existe plena utilización de la capacidad productiva. En los gráficos que se presentan a continuación y suponiendo que el déficit en cuenta corriente no cambia en el equilibrio final, un aumento discreto en la base equivale en el momento t_0 , a un fuerte incremento en la tasa (efecto "impacto"). Se sabe que en la situación final λ debe tender a su nivel inicial λ_0 . La aproximación asintótica dependerá del tiempo que tome el exceso stock y flujo de oferta de dinero en trasladarse al sector de bienes transables. El período de ajuste implicaría una reducción en el desempleo con obvias consecuencias para el crecimiento y desarrollo del país 6/.

6/ Estrictamente el nivel final de λ y de Y^e/Y serían mayores que los iniciales, como consecuencia de los efectos sobre el ingreso real.

GRAFICO Nº 2
APERTURA FINANCIERA Y AJUSTE
DINAMICO EN EL GASTO PARA UN NIVEL
DADO EN CUENTA CORRIENTE



4. APERTURA FINANCIERA Y “RIESGO-PAIS”

Existe, sin embargo, otro tipo de razones que aconseja cierto grado de intervención para impedir una completa igualdad entre las tasas de interés internas y las externas 7/.

Las economías pequeñas, a pesar de ser “tomadoras de precios” en el mercado internacional de crédito, enfrentan una oferta creciente de fondos debido al factor “riesgo-país”. Esta situación es definida por A. Harberger [9] como una situación de “quasi-monopsonio”, debido a que es ilusorio pensar que un país como Chile pueda afectar el costo del crédito en el mercado internacional. La pendiente positiva en la curva de oferta se explica por el “spread” o “premio” que los prestamistas foráneos cargan sobre la tasa libre de riesgo, en razón a la probabilidad subjetiva que se asigna al no pago de las obligaciones de deuda de un país, la cual varía según el grado de endeudamiento.

Tal como lo señala Harberger, la oferta social de fondos para el país es creciente sólo en la medida en que exista una diferencia en las percepciones del “riesgo de no pago” de parte del prestatario (país) y del prestamista internacional 8/.

En el caso chileno es bastante razonable afirmar que dicha diferencia existe, en dirección a producir una pendiente positiva en la curva del costo social, considerando la política actual en materia de responsabilidad frente a los compromisos internacionales.

7/ Estrictamente una completa igualdad dependerá del grado de desarrollo del mercado financiero interno.

8/ Una anualidad infinita de 20 que posee un 50% de “riesgo de no pago” y un valor presente de 100 arroja una tasa efectiva del 10%. Si el prestatario y prestamista estiman el riesgo en 50%, el precio efectivo ex ante de la anualidad transada es para ambos del 10%.

Si bien es cierto, la medida anterior nos entrega sólo una aproximación de la elasticidad en el punto K, resulta ser un instrumento práctico de fácil aplicación, ya que ambos, numerador y denominador, son datos conocidos en toda operación de crédito 10/.

De acuerdo con lo anterior, toda institución que obtenga recursos externos debiera cancelar un “impuesto de endeudamiento externo” igual a:

$$\hat{t} = \text{Spread}/(\text{Libor 6 meses} + \text{Spread})$$

Al observar la forma en que el impuesto \hat{t} es calculado, se ve que éste funciona como un estabilizador automático frente a cambios en el costo de la externalidad. Es decir, frente a aumentos en el “spread”, \hat{t} sube y corrige la mayor externalidad que se produce por la mayor pendiente en la curva de oferta ($\frac{\partial \text{CSM}_g}{\partial V}$ sube). De igual forma una caída en el Libor hace aumentar \hat{t} , debido a que un aumento en la cantidad demandada de fondos externos implica un aumento en la externalidad implícita.

Ambas situaciones se presentan gráficamente a continuación:

En el caso chileno, la apertura de la cuenta de capital de largo y corto plazo, unida a la aplicación de un “impuesto al endeudamiento externo” por razones de “riesgo-país”, tiende a corregir el problema de imperfecta asignación de recursos en el área financiera y, al mismo tiempo, el de externalidades, que produce un mayor endeudamiento de las empresas del sector privado respecto al costo global de obtención de fondos por el país 11/.

Puede agregarse que la obtención de fondos externos a mayor plazo, dada la presencia de impuestos, otorga una mayor ventaja financiera a proyectos que utilizan endeudamiento a mediano y largo plazo, a la vez que mejora el perfil de la deuda externa del país.

La aplicación de un impuesto al endeudamiento externo, como el aquí sugerido, haría posible un reestudio de las restricciones que existen actualmente al funcionamiento del mercado de capitales de corto plazo, permitiendo un tratamiento parejo a todo tipo de fondos externos ingresados por el sector bancario y no bancario.

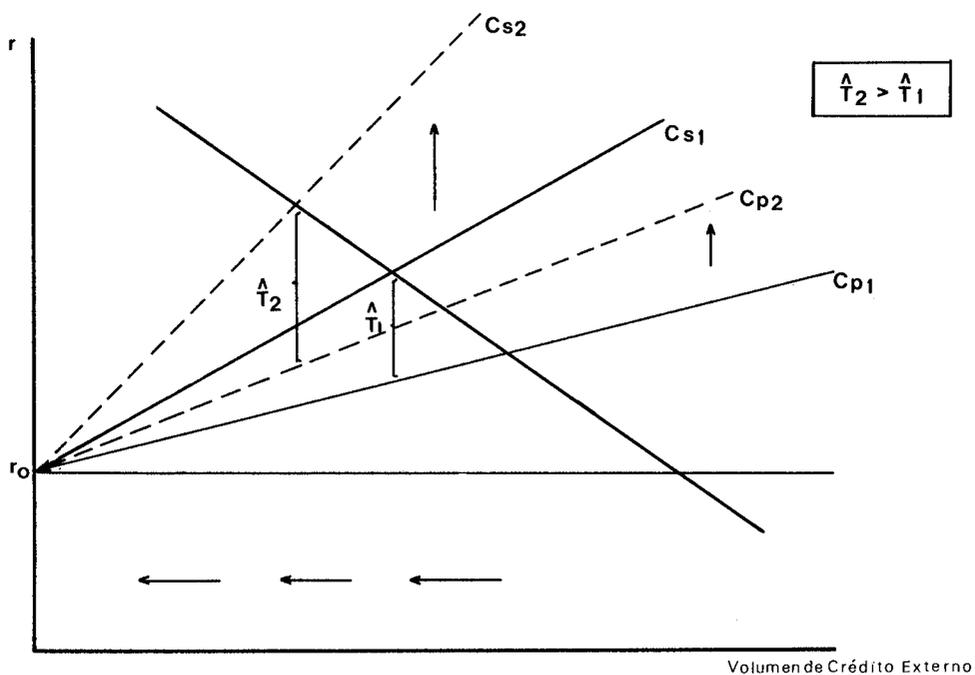
Lo anterior implicaría un desarrollo integral del mercado financiero interno con una reducción de los intereses y “spreads” de corto plazo y un ajuste en la estructura de intereses que realmente refleje las fuerzas del libre mercado por fondos prestables a diferentes plazos.

10/ El impuesto \hat{t} al endeudamiento externo es diferente para cada operación de crédito debido a que la externalidad dependerá de la operación particular: quién es el prestatario, volumen negociado, plazo, etc.

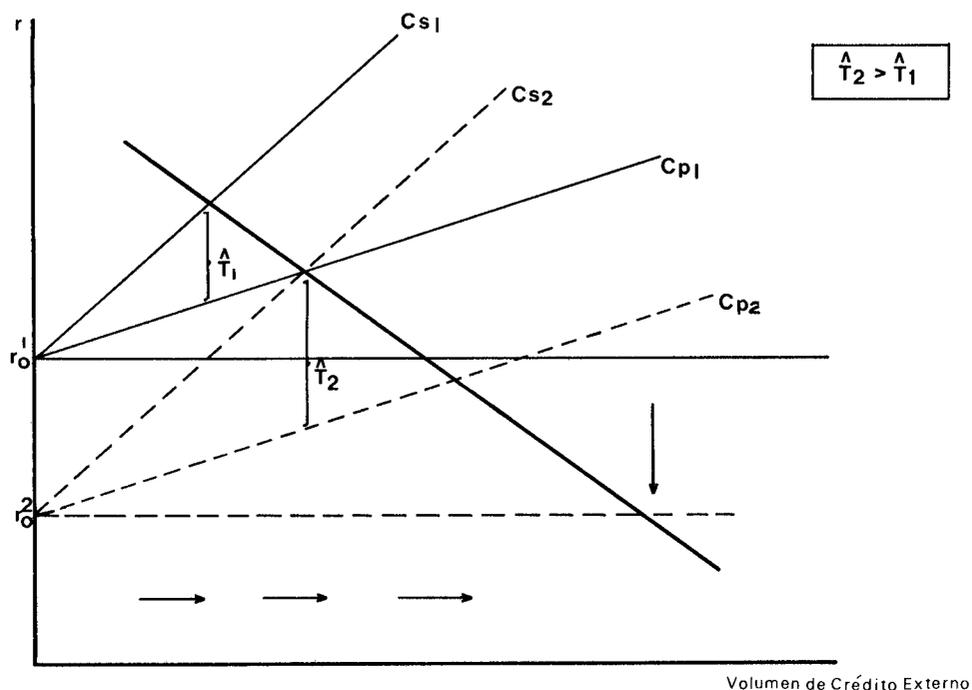
11/ Para entregar órdenes de magnitud, consideremos tasas “extremas” del Libor y Spread de (10%, 20%) y (2,5% y 0,5%), respectivamente. El rango anterior, genera valores extremos para \hat{t} del 20% y 2,4%, los que aplicados sobre sus respectivas bases arrojan un rango final para \hat{T} del 2,5% y 0,6%.

GRAFICO Nº 4
IMPUESTO AL ENDEUDAMIENTO EXTERNO:
CAMBIOS EN EL SPREAD Y EN EL LIBOR

CASO I: "Aumento en el SPREAD"



CASO II: "Caída en el LIBOR"



La estrategia anterior no descarta el uso por parte del Banco Central, de instrumentos de Política Monetaria (especialmente Operaciones de Mercado Abierto), a fin de suavizar fluctuaciones bruscas en diferentes secciones de la estructura de intereses. Estas operaciones no debieran, sin embargo, sustituir las fuerzas de libre mercado en la labor de asignar precios relativos a fondos de ahorro e inversión a distintos plazos.

5. APERTURA FINANCIERA Y EVOLUCION DEL MERCADO DE CAPITALES

5.1. Evolución de la Apertura y Situación Actual

A pesar de que en la actualidad no puede afirmarse que exista una Cuenta de Capital realmente abierta, son notables los avances que, en este sentido, se han implementado, principalmente a partir de septiembre de 1977, fecha en que se autorizó a los bancos para ingresar créditos externos mediante el Art. 14.

Con el fin de acentuar la competencia entre instituciones financieras, requerida en el contexto de desarrollo del mercado financiero, en abril de 1978 se autoriza a éstas para ingresar fondos externos a través del Art. 14.

Conforme a la estrategia señalada, se suprimió, desde junio de 1979, el margen que limitaba el endeudamiento externo global de los bancos comerciales. Conviene recordar que, a diciembre de 1973, el margen ascendía al 200% respecto del capital y reservas. Además, existe actualmente libertad respecto a los montos de liquidación mensual de créditos a través del Art. 14.

El conjunto de medidas indicadas, junto con la existencia en la actualidad de un límite de endeudamiento general para los bancos comerciales y de fomento de 20 veces su capital más reservas y 15 veces para las sociedades financieras (margen que ha aumentado gradualmente desde un valor de 6 veces vigente a diciembre de 1974), ha incidido favorablemente en la disponibilidad de fondos en el país. Cabe señalar que el total de fondos anuales ingresados por Art. 14 se incrementó, en términos anuales, en aproximadamente 2.000 millones de dólares desde 1976 a 1980.

El aumento en la oferta de fondos y la mayor eficiencia que han ido caracterizando al mercado financiero nacional han llevado a una sostenida reducción de las tasas de interés y "spreads" de corto plazo. Es así como las tasas reales de colocación y "spreads" se reducen desde un nivel aproximado de 16 y 33%, respectivamente, para 1976, a cifras del orden de 12 y 7% para 1980.

Si bien es cierto que una mayor disponibilidad de fondos a mediano y largo plazo libera, en parte, fondos generados con ahorro interno, y rebaja las tasas de corto plazo, una reducción mayor de ellas y conexión con las tasas externas requerirían de una mayor integración del mercado financiero interno y externo.

Es de notar, en la etapa actual, la presencia de una distorsión importante en relación con el endeudamiento externo. Esta se refiere a los depósitos requeridos a los créditos externos, dependiendo del plazo promedio de amortización. Actualmente se exige un encaje del 15% para créditos con amortizaciones promedio entre 24 y 48 meses y del 10% para aquellos con amortizaciones promedio entre 48 y 66 meses. Esta norma, si bien es cierto, está destinada a mantener un aceptable perfil de deuda externa, discrimina en favor del financiamiento de proyectos de inversión de largo plazo.

5.2. Pautas de la Evolución Futura

Con el fin de reducir los riesgos que involucra el grado de desarrollo actual del mercado financiero nacional, respecto a la apertura real en su funcionamiento de corto plazo, y con el objeto de reducir el efecto "impacto" sobre la oferta monetaria y suavizar probables fluctuaciones no deseadas en la cantidad y costo del dinero de corto plazo (M_1), podría optarse por pasar de un impuesto al endeudamiento externo prohibitivo, como el que existe en la actualidad para la importación de créditos externos con plazos de amortización con promedio inferior a dos años, a una reducción gradual en el mismo. Esto, en conjunto con la adopción de una tasa variable impositiva pareja para créditos con amortizaciones promedio superiores a dos años, tal como el que se sugiere en la sección 4.

En una segunda etapa, y de acuerdo a cómo evoluciona el perfil de la deuda externa y el mercado financiero interno, se pretende llegar eventualmente a una tasa variable única de impuesto a fondos generados con ahorro externo, independiente del plazo a que sean contratados.

La estrategia indicada reduciría el efecto "impacto" y fluctuaciones bruscas en la oferta de dinero que la apertura financiera de corto plazo implicaría, permitiendo un ajuste al equilibrio final en forma paralela al grado de desarrollo del mercado financiero interno.

Es importante la transparencia que exista en la forma de ajuste a la situación final, de modo que se produzca un ajuste adecuado de expectativas. Esto básicamente se logra publicando una tabla con la evolución futura del marco de apertura financiera que la autoridad estime conveniente.

Se sugiere como medida de ajuste inicial, para una gradual corrección de las distorsiones actualmente presentes en el funcionamiento del mercado financiero de corto plazo, una reducción a 6 meses del plazo promedio de amortización y la implantación de un encaje o impuesto variable resultante de dividir el "premio" o "spread" por la tasa Libor 6 meses, más spread o su equivalente, para este tipo de endeudamiento.

Eventualmente, y dependiendo de la evolución de los factores discutidos, se alcanzaría una situación en la que existiría un encaje o impuesto variable parejo a todo tipo de endeudamiento externo, independiente del plazo promedio de amortización, en la cual las tasas de interés domésticas mantendrían una estrecha relación a las internacionales, corrigiendo, al mismo tiempo, la externalidad social que implica que el país enfrente una oferta creciente de fondos.

La aplicación de un encaje variable (o impuesto) igual a todo tipo de endeudamiento externo, que alcance en las etapas y forma sugeridas en este trabajo o en otra forma alternativa, suprimiría eventualmente las distorsiones presentes a la rentabilidad de proyectos de inversión a diferentes plazos.

6. REFERENCIAS

- [1] Frenkel, J.A. y Johnson H.G. (eds.) "The Monetary Approach to the Balance of Payments", London: Allen and Unwin, 1976.
- [2] Dornbusch, R. "Open Economy Macroeconomics", New York: Basic Books, 1980.
- [3] Kemp, D.S. "A Monetary view of the Balance of Payments". Fed. Res. Bank of St. Louis. Apr., 1975.
- [4] Corbo, Vittorio. "Dos Ensayos sobre demanda por dinero en Chile", Doc. de trabajo N° 73, Universidad Católica de Chile, 1981.
- [5] Lucas, R.E. "Econometric Policy Evaluation: A Critique", The Phillips Curve and Labor Markets , ed., K. Brunner y A.H. Meltzer. Amsterdam.: North Holland, 1976.
- [6] Acevedo, J. y Vial, J. "Demanda por dinero y expectativas de inflación: Chile 1976-1979". Estudios de Economía N° 14, Universidad de Chile, 1979.
- [7] Cortés, H. y Sjaastad, L.A. "The Monetary Approach. The Balance of Payments and Real interest rates in Chile" (Mimeo), 1978.
- [8] Rodríguez, C.A. y Sjaastad, L.A. "El Atraso Cambiario en Argentina: ¿Mito o Realidad? ", Centro de Estudios Macroeconómicos Argentinos (CEMA), Doc. de Trabajo N° 2, junio, 1979.
- [9] Harberger, A.C. "The Pure Theory of Country Default Risk" (Mimeo), 1976. "On the Determinants of Country Risk" (Mimeo). The University of Chicago, 1976.

7. ANEXOS ESTADISTICOS

CUADRO N° 1

EVOLUCION DE LA APERTURA FINANCIERA: SINTESIS CRONOLOGICA

Fecha	Especificación
1973, junio:	Se autoriza margen de endeudamiento externo de bancos comerciales, hasta 200% del capital y reservas.
1975, enero:	Margen se reduce a 100%.
1976, junio:	Margen se eleva a 150%.
1977, septiembre:	Bancos comerciales son autorizados a contratar créditos externos a través de Art. 14. Se establece mínimo cuantitativo mensual para estas operaciones de 5% del capital y reservas del banco.
1978, enero:	Se establece margen global de 25% del capital y reservas de bancos comerciales para endeudamiento a través de Art. 14.
1978, marzo:	Margen global de endeudamiento externo se aumenta a 160% del capital y reservas de los bancos.
1978, abril:	Margen global se eleva a 180% del capital y reservas, con submargen de 160% para obligaciones con plazos de amortización promedio igual o inferior a 36 meses. Los márgenes del Art. 14 son elevados a 45 y 25% en las mismas condiciones del párrafo anterior. Se autoriza a las sociedades financieras, que completen capital mínimo exigido por la Ley, a ingresar créditos

externos mediante Art. 14 y conceder, con el producto de su liquidación, créditos en pesos documentados en moneda extranjera. Se les fija margen equivalente al de los bancos.

Se fija margen de endeudamiento a los bancos de fomento de 400% del capital y reservas o 500% si el exceso sobre 400% se completa con créditos a plazos iguales o superiores a 36 meses.

- 1978, julio: Se eximen de los márgenes globales las operaciones de financiamiento de importaciones con cobertura diferida, siempre que el plazo de las operaciones fuere a 36 meses o más.
- 1978, noviembre: Límite cuantitativo mensual para créditos a través de Art. 14, establecido en septiembre de 1977, es variado a 5% del capital y reservas o 2 millones de dólares, según qué monto resulte mayor.
- 1978, diciembre: Se eleva margen global y el submargen a 180% y 215% y 400% y 600%, para los bancos comerciales y de fomento, respectivamente.
Se eleva el submargen Art. 14 de 45 a 60%.
- 1979, abril: Se eleva submargen global de 215 a 225% para los bancos comerciales, y el Art. 14 de 60 a 70%.
Se establece encaje variable a créditos externos dependiendo del plazo promedio de amortización: 10% para plazo promedio de 48 a 66 meses, 15% de 36 a 48 meses y 25% de 24 a 36 meses.
- 1979, junio: Se eliminan los márgenes globales de endeudamiento externo. Los bancos comerciales y de fomento sólo quedan afectos al margen de endeudamiento general.
Se eliminan los márgenes de endeudamiento a través de Art. 14.
Se mantienen los límites de liquidación mensual por Art. 14, rebajándose a un millón de dólares o 5% del capital y reservas, el que sea mayor.
- 1980, enero: Se eleva el límite cuantitativo mensual de liquidación por Art. 14 a dos millones de dólares o 5% del capital y reservas, el que sea mayor.
- 1980, abril: Se eliminan todos los límites cuantitativos mensuales por Art. 14.
- 1980, julio: Se reduce encaje para créditos externos con plazo promedio de amortización entre 24 y 36 meses del 25 al 15%.

SITUACION ACTUAL

- Se mantiene Art. 14 que impide el ingreso de créditos externos a plazos menores de dos años.
- Se mantiene límite de endeudamiento global en moneda extranjera y nacional de 20 veces el capital y reservas para bancos comerciales y de fomento, y de 15 veces para las sociedades financieras.
- Se mantiene encaje variable al ingreso de créditos externos: 15% para plazos desde 24 a 48 meses y 10% para plazos de más de 48 meses y hasta 66 meses.

CUADRO N° 2

DEFICIT FISCAL EN MONEDA NACIONAL (Millones de dólares de cada año)

Especificación	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980 (1)
Total gasto	2 049,9	1 829,3	1 845,2	2 412,0	2 965,8	4 151,4	5 663,9
Total ingreso	1 618,1	1 940,5	1 929,6	2 436,4	3 150,6	4 312,8	5 989,9
Deficit	476,8	-111,2	-84,4	-24,4	-184,8	-161,4	-326,0

(1) Cifras Provisionales.

Fuente: Exposición Hacienda Pública, julio 1981.

CUADRO N° 3

DEFICIT FISCAL EN MONEDA EXTRANJERA (Millones de dólares de cada año)

Especificación	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980 (1)
Total gasto	618,69	555,74	694,74	623,82	674,82	679,42	1 178,20
Total ingreso	216,39	218,69	382,92	374,30	360,45	863,76	1 007,30
Déficit	402,30	337,05	311,82	249,52	314,37	-184,34	170,90

(1) Cifras Provisionales.

Fuente: Exposición Hacienda Pública, julio 1981.

CUADRO N° 4

DEFICIT FISCAL CONSOLIDADO EN MONEDA
EXTRANJERA Y NACIONAL
(Millones de dólares de cada año)

Especificación	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980 (1)
Total gasto	3 536,35	2 606,85	2 539,94	2 699,15	2 787,62	2 928,44	3 371,79
Total ingreso	2 390,71	2 360,00	2 312,52	2 499,00	2 688,41	3 138,03	3 448,22
Déficit	1 145,64	246,85	227,42	200,15	99,21	-209,59	-76,43

(1) Cifras Provisionales.

Fuente: Exposición Hacienda Pública, julio 1981.

CUADRO N° 5

BALANZA DE PAGOS 1974-1980 (1)
(Millones de dólares)

Especificación	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	Nov. 13 1981
Cuenta corriente	-211	-491	148	-551	-1 088	-1 189	-1 971	--
Capitales	218	240	199	572	1 946	2 251	3 165	--
Errores y omisiones	62	-93	67	92	-146	-15	50	--
Saldo Balanza de Pagos	-55	-344	414	113	712	1 047	1 244	73

(1) El saldo de Balanza de Pagos corresponde a la variación de Reservas del Banco.

Fuente: Banco Central de Chile.

CUADRO Nº 6

EVOLUCION TASAS DE INTERES DOMESTICAS (1)

Tasas Reales Sistema Bancario
Tasas Promedio Anual

Especificación	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981 (2)
I. TASAS DE CORTO PLAZO: 30 DIAS							
Captación	- 16,64	+ 8,62	+ 18,45	+ 24,92	+ 4,43	+ 4,75	+ 27,6
Colocación	+ 16,02	+ 64,30	+ 56,79	+ 42,22	+ 16,60	+ 11,94	+ 36,5
Spread	+ 32,26	+ 56,68	+ 38,34	+ 17,30	+ 12,17	+ 7,19	+ 9,1
II. TASAS DE CORTO PLAZO: DE 90 A 365 DIAS							
	1977	1978	1979	1980	1981 (3)		
Captación	15,52	17,54	14,40	8,38	13,77		
Colocación	---	---	22,93	15,33	13,93		
Spread	---	---	8,53	6,95	0,16		
III. TASAS DE MEDIANO PLAZO: DE 1 A 3 AÑOS TASA ANUAL DE OPERACIONES REAJUSTABLES							
			1980 (3)	1981 (4)			
Captación			8,87	11,14			
Colocación			13,37	14,59			
Spread			4,50	3,45			

(1) Hasta enero 1979 las tasas nominales corresponden al promedio de las tasas anuales vencidas pagadas observadas. Desde febrero 1979, corresponden a la tasa promedio ponderada de todas las operaciones efectuadas en el mes.

Las tasas reales son las nominales deflactadas por el I.P.C.

(2) Tasa promedio anual estimada a base de datos reales hasta octubre.

(3) Tasa promedio anual estimada a base de datos reales de junio-diciembre.

(4) Tasa promedio anual estimada a base de datos reales hasta octubre.

Fuente: Banco Central de Chile.

CUADRO Nº 7

CREDITOS INGRESADOS POR ART. 14

Especificación	1976	1977	1978	1979	1980	Ene.-Nov. 1981
Monto liquidado neto de prepagos (Mill. de dólares)	262,2	329,5	782,4	1 221,4	2 293,7	3 116,4
Tasa de interés promedio (Tasa variable anual)	LB+2,73	LB+2,49	LB+1,73	LB+1,4	LB+1,16	LB+1,06
Plazo promedio (Meses)	17	28	34	54	64	60

Fuente: Banco Central de Chile.

CUADRO Nº 8
DEUDA EXTERNA DE CHILE DE MEDIANO Y LARGO PLAZO
SERIES NOMINALES Y REALES 1960-1980
(Millones de US\$ y porcentajes)

Año	I	II	III	IV	V	VI
	Deuda Externa de Mediano y Largo Plazo	Reservas	Deuda Externa Descontadas las Reservas	Deuda Externa Real de Mediano y Largo Plazo	Índice Deuda Externa Real de Mediano y Largo Plazo (1960=100)	Variación Anual Deuda Externa Real de Mediano y Largo Plazo (%)
1960	622	73	549	1 081	100,0	-
1961	795	-5	800	1 582	146,3	+ 46,3
1962	989	15	974	1 920	177,6	+ 21,4
1963	1 148	-24	1 172	2 318	214,4	+ 20,7
1964	1 299	-17	1 316	2 597	240,2	+ 12,0
1965	1 469	35	1 434	2 732	252,7	+ 5,2
1966	1 597	77	1 520	2 847	263,4	+ 4,2
1967	1 772	54	1 718	3 189	295,0	+ 12,0
1968	2 090	125	1 965	3 549	328,3	+ 11,3
1969	2 547	285	2 262	3 897	360,5	+ 9,8
1970	2 767	394	2 373	3 996	369,7	+ 2,6
1971	2 746	163	2 583	4 184	387,0	+ 4,7
1972	3 002	76	2 926	4 450	411,7	+ 6,4
1973	3 261	167	3 094	4 078	377,2	- 8,4
1974	4 026	94	3 932	4 285	396,4	+ 5,1
1975	4 267	- 129	4 396	4 598	425,3	+ 7,3
1976	4 274	108	4 166	4 166	385,4	- 9,4
1977	4 510	273	4 237	4 001	370,1	- 4,0
1978	5 923	1 058	4 865	4 185	387,1	+ 4,6
1979	7 507	2 314	5 193	3 896	360,4	- 6,9
1980	9 413	4 074	5 339	3 554	328,8	- 8,8

COLUMNA I. Deuda Externa de Mediano y Largo Plazo: Se refiere a la deuda pública y privada al 31 de diciembre de cada año. La deuda pública comprende los créditos externos desembolsados y pendientes de pago del sector público y sector privado con garantía pública. La deuda privada está formada por los créditos desembolsados y pendientes de pago del sector privado sin garantía pública. Se excluye la deuda con el FMI y la deuda pagadera en moneda corriente.

COLUMNA II. Reservas: Activos del Banco Central menos el pasivo con el FMI. El oro está valorado a precios de mercado y los convenios de créditos recíprocos se consideran en su valor Neto.

COLUMNA III. Deuda Externa Descontadas las Reservas: Columna I menos Columna II.

COLUMNA IV. Deuda Externa Real de Mediano y Largo Plazo: Corresponde a la columna III deflactada por el índice de precios al por mayor de EE.UU. con base diciembre 1976.

COLUMNA V. Índice Deuda Externa Real de Mediano y Largo Plazo: Se refiere al índice de variación de la serie presentada en la Columna IV, con base 1960 =100.

COLUMNA VI. Variación Anual Deuda Externa Real de Mediano y Largo Plazo: Variación anual del endeudamiento expresado en dólares de 1976. Se deduce de la columna IV o V.