

## RESPUESTA

### COMENTARIO AL ARTICULO "EL PROBLEMA DE LA TASA DE INTERÉS" DE LUIS ESCOBAR CERDA\*

**Eduardo Novoa Castellón \*\***

En la historia de toda crisis, el elemento de gran interés y objeto de mayor controversia es el origen de la crisis ...

**Roque Fernández\*\*\***

Don Luis Escobar Cerda plantea explícitamente como propósito de su artículo el contribuir a la discusión técnica del papel y la determinación de la tasa de interés.<sup>1</sup> Es en ese mismo espíritu que me ha parecido pertinente presentar un análisis crítico en torno a lo allí planteado, pues estoy cierto que tanto el tema mismo como la proposición de fijar la tasa de interés de colocaciones tienen gran relevancia para el debate acerca de la política económica.

Luego de resumir, brevemente, los principales planteamientos del autor, se presenta un análisis separado en dos partes. En la primera, se hace una revisión de la metodología seguida por don Luis Escobar para arribar a la conclusión antes mencionada. Finalmente, en la segunda, se ana-

\* Agradezco los comentarios de Jorge Cauas, Cristian Larroulet, Jorge Asecio, Rodrigo Quiroga y Maximiliano Ruiz a una versión preliminar de este trabajo. Los errores que puedan persistir son de exclusiva responsabilidad del autor.

\*\* Ingeniero Comercial, Universidad de Chile; Asesor del Ministro de Economía.

\*\*\* Roque Fernández, "La Crisis Financiera Argentina: 1980-1982", *Desarrollo Económico*, 89 (Abril-Junio 1983).

1 Publicado en *Estudios Públicos*, 29 (Verano 1988), 161-170.

lizan algunas posibles consecuencias que tendría la fijación de la tasa de interés de colocaciones.

## A Planteamientos de Luis Escobar Cerda

En la primera sección del artículo sostiene que, en su aplicación práctica al caso chileno, el enfoque de dejar la tasa de interés a la libre determinación del mercado no ha sido satisfactorio. Desde la misma perspectiva, afirma que "tampoco ha sido satisfactoria la suposición de que la tasa de interés resultante en el mercado es la que mejor estimulará el ahorro y la inversión nacional" (pág. 164). En la segunda sección entra a analizar la racionalidad de la política sobre tasa de interés seguida en Chile (se entiende que en el período en que ésta ha estado libre).

Considera como una creencia errada el pensar que el mercado de capitales de Chile -en su calidad de país en desarrollo- funcionaría igual que el de un país desarrollado (en ambos casos con libre movimiento de capitales) en el sentido de que un aumento de la tasa de interés doméstica atraería fondos externos hasta producir una nivelación de ésta con la tasa de interés internacional corregida por riesgo.

Como hipótesis de trabajo presenta una versión, en mi opinión bastante particular y confusa, como se demuestra en la siguiente sección, del comportamiento esperado del ahorro de personas, empresas y el Estado ante fluctuaciones en la tasa de interés. Concluye que "la tasa de interés no debería representar más que una compensación razonable por la abstinencia, es decir, por ahorrar en vez de consumir..." (pág. 168).

Posteriormente, se da lugar a la proposición central de don Luis Escobar: "Todo esto lleva a la conclusión que parece ineludible discutir si se quiere dar a la economía chilena posibilidades serias de seguir creciendo: *la necesidad de fijar la tasa de interés de colocaciones* (pág. 169).

El autor reconoce que ello implicaría un cambio fundamental en la operación del mercado de capitales chileno y que presentaría algunos problemas. Señala como el más importante el que "habría que tener algún control selectivo del crédito ... y que haya que decidir las actividades a las cuales, simplemente, no se les darán créditos" (pág. 169). A mayor abundamiento, sugiere que "habría que tener un orden de prioridades y decir que de no alcanzar los recursos para satisfacer toda la demanda no habrá, por ejemplo, crédito de consumo o que habrá un crédito limitado a ciertos porcenta-

jes del total del funcionamiento requerido para otras actividades (por ej.: importaciones que no se consideren absolutamente imprescindibles, etc.). Sugiere también que este "racionamiento" podría hacerse por los propios bancos, tal vez siguiendo algunas recomendaciones de tipo general de la autoridad financiera.

Respecto a las instituciones financieras, señala que la eliminación de la tasa sugerida de captación y la fijación de la tasa de colocación, las obligaría a competir por los depósitos "ofreciendo la tasa máxima compatible con el "spread" que les permitiera obtener la rentabilidad esperada sobre el capital invertido" (pág. 170). Esto, supuestamente, favorecería a los bancos más eficientes.

## **B Sobre la Metodología**

Tal como se mencionó anteriormente, Escobar intenta a través de su artículo contribuir a la discusión técnica del rol y la determinación de la tasa de interés. En realidad, el aporte efectivo corresponde más bien a haber puesto en la palestra, nuevamente, un tema que es clave para el desarrollo económico y para la mantención de la libre empresa en nuestro país. Ello, por cuanto en el enfoque utilizado se echa de menos la rigurosidad analítica propia de un trabajo que busca reanudar un debate *técnico*.

En síntesis, lo que Escobar hace en una primera etapa es intentar establecer una vinculación entre libertad de la tasa de interés y los altos niveles que ésta alcanzó en el período 1981-83. Dado eso, pasa a proponer como solución la fijación de la tasa de colocación. Este planteamiento, y considerando la información que se presenta para avalarlo, me parece criticable desde diversos puntos de vista.

En principio, reconoce que la tasa de interés es un precio, el cual, en términos económicos, refleja la escasez relativa del capital en un momento dado del tiempo. Es precisamente por ser un precio relativo que en, primera instancia, llama la atención el que se asocie la libre determinación de éste con un nivel necesariamente alto. Siendo un precio relativo, cabe preguntarse qué factores influyeron en la demanda y oferta por créditos para mantener un precio tan alto en comparación a los niveles históricos.

Aunque estos puntos parezcan ser poco relevantes, creo que son básicos para comprender el impacto que han tenido otros fenómenos en el nivel alcanzado por la tasa de interés.

A riesgo de insistir en un punto que debe estar claro entre los lectores, me parece necesario recalcar que no es extraño que se atribuyan al sistema de economía de mercado resultados que, en realidad, obedecen a causas económicas manifestadas en él. Por ello, si se quiere analizar una política económica en particular, se requiere ser en extremo cuidadoso al buscar las causalidades, pues una solución incorrecta puede ser más dañina que no haber hecho nada, sobre todo si en ella se modifica la base de operación del sistema.

¿De qué manera "demuestra" Escobar la relación entre libertad para determinar las tasas de interés y el alto nivel alcanzado durante el período mencionado? En primer lugar, simplemente, señala que durante la aplicación de esta política se dio este resultado. Luego, realiza un ejercicio numérico para ejemplificar la dificultad que existe al intentar predecir las tasas de interés. A continuación señala que no operó el arbitraje internacional a través del flujo de capitales (lo que presionaría a la baja en la tasa de interés) y que la evidencia empírica demuestra que el ahorro doméstico es inelástico a la tasa de interés.

Sobre la base anterior, plantea su "hipótesis de trabajo". Esta, en realidad, no es tal, pues se limita a señalar para las tres categorías de ahorrantes que define (personas, empresas y Estado) determinado comportamiento esperado ante alzas -y no fluctuaciones como él menciona en su introducción— en la tasa de interés. Respecto a las personas, no queda claro qué cabe esperar.<sup>2</sup> Respecto a las empresas, plantea que "a mayores tasas de interés corresponderán menores utilidades, y a menores utilidades seguirán menores niveles de ahorro e inversión" (pág. 167). Finalmente, en relación al Estado señala que ante mayores tasas de interés, éste contraerá su nivel de ahorro y de inversión.

De todo lo anterior, concluye que una tasa de interés alta "lesiona el ahorro y la inversión nacional" (pág. 168).

No es necesario recorrer paso a paso esta demostración para concluir que desde el punto de vista metodológico no parece adecuada. Por esta razón, he preferido concentrarme sólo en los puntos centrales.

En primer lugar, constatar la simultaneidad de ambos hechos -política de libertad de la tasa de interés y alto nivel de ésta- por sí solo no dice nada. Se requiere, por lo tanto, al-

2 Menciona tanto un efecto precio como un efecto riqueza, sin aclarar cuál dominaría para efectos de su análisis.

guna explicación consistente, avalada por algún marco teórico coherente y por evidencia empírica. Dicho marco no está y es reemplazado por una secuencia de afirmaciones que bien podrían ser consideradas hipótesis de trabajo, y que apuntan a asentar un elemento central de la argumentación del autor: que en Chile, y con cierta restricción al movimiento de capitales, no funcionan los mecanismos de ajuste en el mercado de capitales o, dicho de otra manera, que los agentes económicos tanto nacionales como externos no responden a la señal que transmite la tasa de interés.

Con todo, si se analiza la hipótesis de trabajo formulada por el autor, debe reconocerse que ésta no es consistente ni con el fenómeno que se discute ni con el razonamiento que se emplea posteriormente para concluir que se debería fijar la tasa de colocación. En el desarrollo de la hipótesis se llega a que *ante un alza* en la tasa de interés, el ahorro y la inversión disminuirían. Suponiendo que ello, necesariamente, fuera así, esto no constituye una *explicación* para que la tasa de interés suba, manteniéndose vigente, por lo tanto, la pregunta clave: ¿qué la hizo subir? Desde el punto de vista lógico, ese efecto tampoco es argumento para concluir lo que Escobar hace, pues, no habiendo sido demostrada la causalidad entre libertad en la tasa de interés y el alza en ésta, difícilmente puede sostenerse su proposición central. En realidad, sólo se ha llegado a evidenciar que en un marco de libre determinación del precio del crédito, éste se mantuvo alto por unos años. Afortunadamente -lamentablemente, dirá más de una persona- eso es solamente un hecho que no prueba lo que se quiso demostrar.<sup>3</sup>

Aun prescindiendo del hecho de no contar con un marco teórico y con una hipótesis de trabajo clara y verificable, es procedente revisar la información que emplea el autor para sustentar sus conclusiones. La evidencia empírica utilizada tiene tres elementos: el nivel de las tasas de interés, el nulo efecto del flujo de capitales externos en dicho nivel y la inelasticidad del ahorro ante cambios en la tasa de interés.

Como se dijo anteriormente, lo primero no constituye prueba alguna. Es evidente que en cualquier mercado con libertad de precios, y que se vea afectado por cambios en las va-

3 Menciona Fernández que "la interpretación de que la crisis se debe al fracaso de la economía de libre mercado es la que con mayor frecuencia se escucha en la retórica de ciertos dirigentes políticos y también en la de algunos economistas que se autoproclaman heterodoxos".

riables relevantes para determinar ya sea la oferta o la demanda, lo más probable es que se llegue a un precio diferente al original. No obstante, ello no permite atribuir ese nivel resultante a la libertad de precios. Más aun, ante cambios en tales variables y en presencia de fijación de precios bajo el nivel de equilibrio, es dable esperar la aparición de racionamiento y operaciones fuera del mercado, lo que tiene un mayor costo para la sociedad que si hubiera operado el mecanismo que provee los precios.

Respecto del impacto del flujo de capitales, creo conveniente mencionar aquí los resultados obtenidos por Rosende y Toso<sup>4</sup> en un estudio que busca explicar el nivel de las tasas de interés entre 1975 y 1983 a pesar de existir una entrada masiva de capitales. Entre otras cosas, allí se concluye que el aumento de las tasas de interés se dio *a pesar del efecto moderador que introduce la llegada de capitales externos*. Ello indica que habría otras variables relevantes que tuvieron el efecto inverso y que habrían dominado, haciendo subir las tasas de interés.<sup>5</sup> Esta explicación es consistente tanto con la ocurrencia simultánea de diversos fenómenos económicos que afectaron el mercado crediticio como con la influencia esperada sobre el mercado de capitales del ingreso de fondos externos.

Finalmente, en relación a la inelasticidad del ahorro ante cambios en las tasas de interés, me parece oportuno presentar los resultados de otro estudio que contribuye a esclarecer este punto y a eliminar los mitos existentes en torno a esto y al "consumismo" del período del boom.<sup>6</sup> No debería constituir motivo de sorpresa para ningún economista el corregir las cifras obtenidas de las Cuentas Nacionales para asignar, como corresponde, el consumo de bienes durables. La construcción de una casa es considerada una inversión y por lo tanto aumenta el stock de activos fijos de la economía. Para un año determinado, se asigna como consumo sólo una proporción que corresponde al flujo de servicios que este bien

4 F. Rosende, y R. Toso, "Una Explicación para la Tasa de Interés Real en Chile en el Período 1975-1983", *Cuadernos de Economía*, Universidad Católica de Chile, N° 62.

5 Rosende y Toso analizan el impacto de las expectativas de mayor ingreso permanente, demostrando que tuvo gran influencia.

6 Ver E. Haindl, y R. Fuentes, "Inversión en Bienes Durables y Cuentas Nacionales", *Revista de Economía y Administración*, Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Chile, N° 51, 1986.

entrega. Sin embargo, no tienen igual tratamiento otros bienes durables como los automóviles, refrigeradores, lavadoras, cocinas y televisores. Es sabido que es en estos productos donde se reflejó en mayor medida el "consumismo" de la época del boom.

¿Qué pasa si se corrigen las cifras del consumo, ahorro, inversión y producto para asignar adecuadamente el consumo de bienes durables? Eso es lo que hicieron Haindl y Fuentes en su estudio, llegando a las siguientes conclusiones:

*Ahorro:* "La tasa de ahorro interno promedio de la segunda mitad de la década de los setenta es significativamente mayor que las tasas de ahorro de la década de los sesenta ... (lo que) es consistente con una respuesta positiva de los ahorrantes al aumento de las tasas de interés y las mayores alternativas de inversión. Estas cifras contradicen las versiones que sugieren una elasticidad nula del ahorro respecto a la tasa de interés real" (*op. cit.*, pág. 54).

*Inversión:* "La inversión total alcanza un promedio de 16,6% del PGB en la primera mitad de la década de los años sesenta ... A partir de 1975 se observa una tendencia fuertemente alcista, alcanzando un máximo de 32,2% del PGB en 1981. Entre 1982 y 1984 la tasa de inversión total cae a un promedio de 13,4% del PGB" (*op. cit.*, pág. 152).

*Consumo:* "La propensión media al consumo aumenta abruptamente en 1971, 1972 y 1973, produciendo en estos dos últimos años el récord histórico en materia de consumismo. En estos dos años se puede hablar con propiedad de "consumismo", ya que la mayor parte del producto se destinó a consumo de bienes y servicios". Los antecedentes presentados evidencian que la propensión media al consumo durante el período del "boom" fue inferior a la de cualquier año de la década de los sesenta (*op. cit.*, pág. 50).

Estos antecedentes contradicen fuertemente lo que en reiteradas oportunidades se ha dicho para el caso chileno respecto del ahorro, inversión y consumo en la segunda mitad de la década del setenta. El punto es que siendo un tema abierto, sobre el que existen diferentes explicaciones, al me-

nos en teoría los resultados aquí presentados son precisamente los que cabría esperar bajo el esquema de análisis provisto por el estado actual de la macroeconomía.

Como último comentario respecto a la metodología, es pertinente preguntarse qué incidencia tienen en la explicación de don Luis Escobar hechos o variables de indudable relevancia para el tema que nos ocupa y que, al menos explícitamente, no son recogidos por él. Estos son:

- La distorsión que introdujo en la relación riesgo-rentabilidad la expectativa generalizada de que los depósitos contaban con un seguro estatal ante todo evento.<sup>7</sup>
- La elevación de las tasas de interés internacionales en comparación a los niveles históricos.
- La disminución de nuestros términos de intercambio en un 30,2% entre 1979 y 1983.<sup>8</sup>
- La expectativa, también generalizada, de que nuestro país vivía un período de sostenido crecimiento.

### **C De las Conclusiones y sus Implicancias**

Obviamente, los comentarios que se pueden hacer sobre la metodología empleada en un estudio quedan en el plano académico y carecen de interés para efectos del debate en términos de política económica. No cabe duda, entonces, que merece ser analizada la proposición de fijar la tasa de interés.

Un aspecto que es clave como punto de partida es que un precio fijado administrativamente muy rara vez corresponderá al efectivamente pagado por los demandantes si el nivel al cual se fijó no corresponde al de equilibrio. Ya sea por la vía de costos indirectos o por operaciones fuera de mercado, se tenderá a producir un ajuste que elimine el exceso de demanda provocado por un precio oficial artificialmente bajo. Esta reacción no es obra de la casualidad ni es una predicción dogmática obtenida por un economista en una piza-

7 Roque Fernández, *op. cit.*

8 Junto a la caída de los términos de intercambio, debe mencionarse la alteración de los precios relativos, producto de fenómenos cambiarios.



rra universitaria. Es la respuesta individual de numerosos empresarios, consumidores y demás agentes económicos que participan en tal o cual mercado.

En nuestro caso, esta suerte de ajuste no se vería reflejada en la tasa de interés oficial, pero sí en las "paralelas", mermándose de esta forma la eficiencia del proceso de intermediación financiera. Puede prohibirse por decreto el otorgamiento de créditos de consumo, pero debemos estar conscientes de que el ajuste será a través de mayores tasas implícitas en los créditos de las casas comerciales, mediante préstamos directos entre las personas y el apareamiento de un mercado informal de créditos para diferentes propósitos. Roque Fernández resume con claridad esto último para el caso argentino (op. cit.): "... a través de los años se fue creando en forma paralela otro mercado de fondos prestables que se conoció como "mercado de aceptaciones", y que toma un gran auge durante la década del '60 y primer quinquenio de la década del 70".

Probablemente, se requerirá fijar varias tasas de interés, pues no es lo mismo prestar a un empresa endeudada que a una sin deuda, ni tienen igual riesgo los diferentes sectores de la economía. ¿A qué tasa "debería" prestarse fondos a alguien que quiere un crédito de consumo o a otro que desea introducir nueva tecnología para el embalaje frutícola? Temo que esté implícito en la proposición bajo análisis un supuesto muy importante: que la autoridad económica o financiera posee, necesariamente y en todo momento, mejor información que el sector privado.

En una sociedad en que participan miles y miles de personas y empresas, en que hay continuos cambios en las expectativas, en la tecnología y en las condiciones de los mercados, la información se encuentra dispersa, de tal forma que es imposible decir con propiedad que se tiene toda la información relevante como para poder fijar la tasa de interés sin provocar serias distorsiones económicas. Esta característica dinámica es particularmente notoria en los mercados financieros (y bursátiles), pues allí se vierten rápidamente una serie de cambios en las variables reales de la economía.

No ponderar adecuadamente la realidad antes descrita puede provocar trastornos tanto o más serios que los que puede acarrear una tasa de interés inusualmente alta. Si hay incertidumbre, errores de política económica o cualquier otro evento que altere la oferta y la demanda de fondos prestables, de manera tal que la tasa de interés suba, entonces, y, aunque es obvio, endeudarse se hace más caro y ahorrar

más atractivo. Esa es, precisamente, la señal requerida para equilibrar lo que unos están dispuestos a prestar y lo que otros están dispuestos a contratar como préstamo, evitando así el racionamiento administrativo.

Si, por ejemplo, hay una caída en el nivel de actividad económica (percibida como transitoria), la tasa de interés tenderá a subir y el ahorro y la inversión tenderán a disminuir. En esta cadena, la tasa de interés no hace sino reflejar condiciones reales de la economía, por lo que no le corresponde cargar con la responsabilidad de lesionar el ahorro y la inversión nacionales.

Otra consecuencia -reconocida por el autor- es que con seguridad se produciría un manejo discrecional del crédito. Aun suponiendo la participación de una comisión de hombres buenos, los incentivos presentes llevarán inexorablemente al uso de prácticas discriminatorias y a la "administración" del costo del crédito. Tal como nuestra historia económica de hace unos cuantos años evidencia con claridad, esto es una invitación abierta a todos los grupos de presión, sean económicos o políticos, para que lleven a la autoridad financiera por el camino del "manejo" de las tasas de interés para éste o tal propósito. La incertidumbre que ello introduce es el mejor freno al ahorro interno y al funcionamiento eficiente del mercado de capitales, pues lo relevante pasa a ser saber y, si es posible, influir en la decisión de qué tasa fijará la autoridad.

La facultad de fijar el precio del crédito en forma administrativa conlleva, además de enormes consecuencias económicas para toda la economía, indudables peligros para el motor básico de una economía de mercado: la libre iniciativa individual y la propiedad privada. La experiencia histórica vivida en Chile en los años en que la tasa de interés estuvo fijada no puede menos que ser calificada de nefasta. Ella estuvo asociada a una creciente intervención estatal en el sistema financiero y, a través de éste, a parte importante del aparato productivo. Sabido es que durante un largo período se operó con tasas reales negativas y con trato discriminatorio para los distintos sectores de la economía.<sup>9</sup> Ello no constituye

9 En realidad, esto es más aparente que real. Se exigía mantener como depósito parte de los fondos prestados, lo que hacía que las tasas efectivas fueran positivas. Adicionalmente, las tasas implícitas con que operaban las casas comerciales eran bastante elevadas, lo que reafirma lo dicho respecto a la fijación del costo del crédito y las operaciones fuera del mercado oficial.

precisamente un incentivo al ahorro y a la asignación eficiente de recursos.

Aunque no sea un efecto deseado, los incentivos que genera este mecanismo para "despejar" el mercado crediticio llevan, indudablemente, a "dirigir" hacia las actividades estimadas más convenientes por la autoridad central los fondos prestables disponibles. ¿Quién puede creer, sinceramente, que hace diez años algún grupo iluminado hubiera detectado que era conveniente prestar fondos para una inversión en kiwis en lugar de otra que tuviera mayor valor agregado? Probablemente, todavía estaría siendo estudiado por alguna comisión.

Debe quedar claro al lector cuál ha sido mi verdadero propósito al criticar la proposición de don Luis Escobar. Es un hecho que durante algunos años la tasa de interés alcanzó niveles muy superiores a los históricos. No obstante, creo firmemente que las causas de esa situación distan mucho de ser achacables a la libertad de aquélla. Más bien, creo que es primordial reconocer el papel que tuvieron las expectativas de crecimiento (y por lo tanto, el nivel de ingreso permanente de las personas), la inadecuada legislación bancaria (particularmente, el seguro estatal de los depósitos), el menor ritmo de crecimiento de la economía mundial, las altas tasas de interés internacionales (influidas por la política económica de EE.UU) y los fenómenos cambiarios.

Tras décadas de intervencionismo estatal en todo tipo de actividades, las profundas reformas estructurales introducidas en los últimos años han permitido hacer visible la potencialidad que tiene el ejercicio de la libertad económica. No creo exagerar al afirmar que la facultad de fijar la tasa de interés, más temprano que tarde, se constituiría en el mecanismo clave para reducir la esfera de acción de la libre empresa, la legitimidad de las utilidades empresariales y la libertad individual misma en sus diversas facetas. ¿Pesimismo o realismo?