

EL FUTURO DEL PESO CHILENO*

Edgardo Barandiarán

A principios de 1999, la propuesta del presidente Menem de dolarizar la economía argentina precipitó un intenso debate sobre las ventajas y desventajas de distintos sistemas monetarios para los países latinoamericanos. En esta presentación se sostiene la importancia de discutir el futuro del peso chileno, pero como resultado de los cambios que se están dando en el sistema monetario internacional y no porque la actual coyuntura macroeconómica lo requiera. La reforma del sistema monetario nacional para acomodar los cambios en el sistema internacional —se señala— será lenta pero inevitable. Volviendo a un punto que hiciera años atrás, el autor sostiene que todavía el conocimiento técnico que puede justificar la autoridad discrecional de un banco central a nivel nacional carece de una base sólida. Aunque no evalúa todos los costos y beneficios de seguir teniendo una moneda nacional, la evidencia que presenta cuestiona su conveniencia. Además, afirma que el proceso de reducción del gobierno nacional —por transferencia de funciones a gobiernos subnacionales y organismos internacionales— irá haciendo evidente la

EDGARDO BARANDIARÁN. Doctor en Economía de la Universidad de Minnesota. Profesor del Instituto de Economía de la Universidad de Chile.

* Trabajo presentado el 25 de junio de 1999 en mesa redonda “Regímenes monetarios alternativos ¿es la dolarización una opción válida?”, organizada por el Centro de Estudios Públicos.

posibilidad y conveniencia de transferir algunas funciones del banco central (en particular, las de prestamista de última instancia y de regulador de la demanda interna) a instituciones estatales sin autoridad para emitir moneda.

Una vez más nos reunimos a discutir el futuro del sistema monetario chileno. Por cierto, la discusión parece fuera de lugar porque la inflación está en uno de los niveles más bajos de toda la historia monetaria nacional. Sin embargo, la propuesta del [ex] presidente Menem de dolarizar la economía argentina ha precipitado una intensa discusión sobre las ventajas y desventajas de distintos sistemas monetarios nacionales para Chile y otros países latinoamericanos. Sin desconocer algunas similitudes, en mi presentación pondré énfasis en las diferencias en las coyunturas y perspectivas económicas de Argentina y Chile.

Esta nota se centra en tres puntos principales. Primero, me interesa dejar claro que la discusión sobre el futuro del peso chileno debe orientarse a acomodar el sistema monetario nacional en el cambiante sistema internacional. Segundo, quiero enfatizar una idea que planteé en *Estudios Públicos* (1983) porque sigue siendo válida: la ignorancia sobre la eficacia de la política monetaria todavía es muy grande como para dudar de la conveniencia de ceder autoridad discrecional a un ente estatal. Tercero, quiero definir las líneas principales de un enfoque para enfrentar el desafío de acomodar el sistema monetario nacional al cambiante sistema internacional. La nota está organizada alrededor de cada uno de estos tres temas, más una última sección donde se presentan algunas conclusiones.

¿Por qué tenemos que discutir el futuro del peso chileno?

Aunque acepté con gusto la invitación a participar en esta discusión, quizás se me invitó por una razón equivocada. En los 70 defendí la dolarización de Argentina y Chile como medio para terminar con la inflación. Sostuve en ese entonces la conveniencia de cerrar las fuentes de financiamiento de los déficits fiscales para forzar al poder político a corregir los déficits. Pensaba que cerrando los bancos centrales se cerraba el acceso al impuesto inflación, y dado que los mercados financieros nacionales e internacionales no permitían financiar grandes déficits, los gobiernos se verían forzados a reducir y quizás eliminar los déficits fiscales. Después, en las

economías en transición, este argumento se popularizó por la urgencia de *endurecer* la restricción presupuestaria *blanda* de una variedad de entes públicos.

Chile no siguió ese camino, pero igual tuvo un rápido éxito en eliminar el déficit fiscal. Argentina encontró un camino más tarde, a partir del plan de convertibilidad (marzo 1991), pero la eliminación de las causas estructurales del déficit todavía está pendiente¹. La coyuntura actual puede hacer pensar que los dos países enfrentan situaciones parecidas, pero recuérdese que, a pesar del plan de convertibilidad, Argentina afronta serios problemas de ajuste fiscal, reasignación de recursos y aumento de productividad². Más aún, Argentina tiene que seguir atado al Fondo Monetario Internacional, al Banco Mundial y al Banco Interamericano de Desarrollo para asegurar el financiamiento externo del déficit fiscal y del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

La dolarización de la economía argentina ayudará poco o nada a resolver aquellos problemas porque no ha sido la desconfianza en el plan de convertibilidad lo que ha contribuido a generar o a agravar los desequilibrios macroeconómicos. En particular, esa desconfianza no explica, siquiera parcialmente, la cambiante diferencial de tasas de interés entre Argentina y Estados Unidos. Con suerte, en Argentina, la dolarización podrá ayudar en prevenir o mitigar futuras crisis, pero esto supone que el sistema de gobierno será capaz de producir las reformas legales necesarias para una mayor flexibilidad de los mercados internos. Si bien se han producido avances en la liberalización de los mercados financieros, el bloqueo de la reforma legal de los mercados de trabajo ha paralizado las fuerzas de mercado que presionan para su liberalización. Por supuesto, esto no quiere decir que Argentina tenga que abandonar hoy el plan de convertibilidad para facilitar el ajuste fiscal, la reasignación de recursos y el aumento de la productividad. Pero si el sistema de gobierno continúa siendo un impedimento a los cambios necesarios para superar la recesión, puede llegar un momento en que el abandono del plan sea visto como una solución, independientemente de la eficacia del nuevo régimen monetario y cambiario³.

¹ Esto fue reconocido recientemente con la aprobación de la llamada ley de convertibilidad fiscal.

² Probablemente la integración con Brasil dentro del marco del Mercosur haya permitido postergar estos procesos, especialmente los dos últimos. Sin embargo, debido a la nueva situación en Brasil, la demora en hacer frente a los desafíos de estos procesos está teniendo un gran efecto recesivo.

³ En el mejor de los casos, el retorno a un sistema de tipos de cambio ajustables permitiría algún ajuste de precios relativos aunque al costo de una gran incertidumbre sobre la inflación. El ajuste en precios relativos seguramente no sería suficiente para recuperar rápidamente (en menos de 12 meses) el nivel de producto industrial alcanzado en 1997-1998.

La situación de Chile es muy distinta. Hacia 1997, el sistema económico chileno tenía suficientes grados de flexibilidad para absorber un *shock* externo sin los costos extraordinarios de los shocks de 1975 y 1982. Sin duda, el impacto del nuevo *shock* externo ha sido mayor de lo previsto, y así lo muestra la caída del gasto interno con relación al menor ingreso nacional. La sorpresa por la magnitud de la actual recesión parece deberse más a políticas erróneas del gobierno que a rigideces de precios o restricciones a la movilidad del trabajo. No puedo entrar aquí en comparaciones históricas, pero la capacidad de la economía chilena para absorber shocks externos ha aumentado fuertemente. En las circunstancias actuales, la dolarización de la economía chilena contribuiría poco o nada a acelerar el ajuste al *shock* externo. Sin embargo, se podría especular que si la dolarización se hubiera producido bastante atrás, la economía chilena hoy tendría un mayor grado de flexibilidad en sus mercados internos, y la discusión sobre las políticas de ajuste estarían centradas en las finanzas públicas y no en los instrumentos que controla el Banco Central. La experiencia argentina indica, sin embargo, que el plan de convertibilidad (y por extensión la dolarización) si bien puede generar fuerzas para la liberalización de los mercados, por sí mismo no garantiza que otras reformas legales serán más fáciles.

Por lo tanto, el debate sobre la dolarización necesariamente tiene que relacionarse con el futuro de las economías nacionales, y en particular con el futuro de sus monedas. En Argentina, la continuidad del plan de convertibilidad depende de cómo se supere la crisis actual, lo que a su vez depende principalmente del resultado del proceso electoral. En Chile, el problema monetario importante no es la dolarización *per se*, sino cómo acomodar el sistema monetario nacional a los cambios del sistema monetario internacional. Estos cambios están llevando a un sistema basado en unas pocas monedas líderes y muchas monedas atadas a una de las monedas líderes. Esta atadura no sería muy distinta de la que teóricamente se daba en un sistema de patrón oro, aunque sí respecto a la práctica de este sistema. Los países que fracasasen en atar sus monedas a una moneda líder probablemente verán desaparecer sus monedas.

Hoy hay demasiadas monedas en el mundo. Prácticamente cada país tiene su propia moneda, pero de manera alguna esto significa que cada país sea un área monetaria óptima⁴. La competencia entre monedas derivada del proceso de integración económica tiene necesariamente que llevar a una reducción importante en su número total, o a un proceso de imitación de las monedas líderes por parte de la mayoría. Chile y otros países ya están

⁴ Véase Benjamin J. Cohen, *The geography of money* (1998).

enfrentando esta realidad, pero sus procesos de ajuste son necesariamente lentos porque el mismo sistema monetario internacional está todavía buscando relaciones estables entre las monedas líderes y porque siempre habrá fuerzas internas oponiéndose a la integración económica.

En resumen, y para concluir el primer punto, si la intención es buscar una solución a los problemas de ajuste de Argentina y Chile —problemas que como dije son muy distintos— la discusión sobre la dolarización es una distracción. Sin embargo, la discusión puede ser fructífera si nos centramos en el desafío que plantean los cambios en el sistema monetario internacional a las instituciones monetarias nacionales.

¿Por qué nuestra ignorancia es importante para el futuro del peso chileno?

Para enfrentar ese desafío, tenemos que partir reconociendo nuestra ignorancia sobre la eficacia de la política monetaria y sus consecuencias para el diseño de instituciones públicas. Este es mi segundo punto. En mi artículo sobre “Sistemas monetarios alternativos” (1983) había dicho (cita pág. 88):

En realidad, la pretensión de que se dispone del conocimiento específico que requieren las decisiones políticas jamás podrá fundamentarse en ejercicios teóricos: aun admitiendo que hoy se dispone de un mayor conocimiento de los fenómenos monetarios, la disponibilidad de *ese* conocimiento no implica que los economistas puedan obtener con mayor probabilidad que los no-economistas determinados resultados.

Todavía nos queda un largo camino por recorrer para justificar el poder que como técnicos hemos estado exigiendo. Pensábamos que la independencia de los bancos centrales nos daría la oportunidad de mostrar el beneficio social de nuestros conocimientos. Sin entrar a discutir si efectivamente conseguimos esa independencia —en Chile y muchos otros países—, lo cierto es que cuando tenemos que dar consejo sobre temas concretos nos encontramos en apuros porque somos conscientes de nuestra ignorancia, aunque tratemos de ocultarla. Por ejemplo, entre 1994 y 1997, junto con otros economistas extranjeros tuve oportunidad de asistir a muchas reuniones con economistas del People’s Bank of China para explicarles cómo se hacía política monetaria en economías de mercado. En mayo pasado, en una reunión me preguntaron por qué China había mantenido fijo el tipo de cambio desde el comienzo de la crisis asiática en julio de 1997, y mi

respuesta fue que debido a tantos consejos inconsistentes o contradictorios, el miedo a equivocarse los había paralizado. Exagero, pero no mucho⁵.

Para ilustrar mi punto, me referiré en detalle a dos temas esenciales para decidir sobre el sistema monetario nacional. El primero se refiere a los mecanismos de transmisión de la política monetaria cuando el banco central tiene autoridad discrecional. En mi artículo de 1983, me había referido al problema de la neutralidad del dinero, y en particular al hecho de que el dinero no es neutral y a los modelos teóricos que se han construido para explicar este hecho. En ese entonces, de acuerdo con R. Lucas, dije que el reconocimiento de la no-neutralidad del dinero no significaba que se tuviera la capacidad para diseñar políticas que permitieran obtener un resultado específico. La pretensión de identificar relaciones cuantitativas simples entre instrumentos de política monetaria y variables objetivos como la inflación y los niveles de producto y empleo fue abandonada hace tiempo. Como consecuencia de la crítica de Lucas, esa pretensión fue reemplazada por un programa de investigación alternativo que ha intentado determinar los efectos macroeconómicos de un *shock* en política monetaria, esto es, de un cambio en la función de reacción de la autoridad monetaria⁶. La identificación de esos efectos luego es usada para evaluar el poder predictivo de modelos teóricos de los mecanismos a través de los cuales la autoridad monetaria influye en el comportamiento de la macroeconomía. El progreso metodológico de este programa ha sido significativo, pero todavía se está muy lejos de tener evidencia en favor de uno o dos modelos teóricos⁷.

⁵ La devaluación de la moneda china sigue siendo materia de un intenso debate. Sin embargo, la confusión sobre sus efectos también sigue siendo sorprendente. Por ejemplo, en la edición de agosto 14-20 de 1999, *The Economist* trae un artículo donde nuevamente se especula sobre una devaluación del yuan, esta vez para principios del 2000. En el artículo se reconoce que la demanda interna por bienes y servicios ha estado deprimida y que los esfuerzos del Gobierno por reactivarla han sido poco exitosos; además, se menciona que el superávit comercial ha estado disminuyendo por un aumento de las importaciones y en mucho menor medida por una caída en las exportaciones. Aparte de la aparente contradicción de un fuerte aumento de las importaciones cuando la demanda interna ha dejado de crecer (difícilmente podría explicarse por un cambio en precios relativos), el artículo no explica cómo una devaluación podría llevar a la reactivación anticipada por algunos economistas. El aumento esperado en las exportaciones jamás podrá compensar el efecto negativo de la devaluación sobre la demanda interna por bienes y servicios. Sólo si la devaluación fuera acompañada por una expansión monetaria se podría especular que el efecto de la devaluación sobre los precios relativos sería más fuerte que su efecto sobre la demanda interna.

⁶ Se supone que el comportamiento de la autoridad monetaria es normalmente endógeno y representable por una función de reacción, pero en el caso de un *shock* se supone que la autoridad monetaria se ha apartado inesperadamente de ese comportamiento y adoptado otra función de reacción.

⁷ Véase Lawrence J. Christiano, Martin Eichenbaum y Charles E. Evans, "Monetary policy shocks: What we have learned and to what end?" (1998).

La identificación de los mecanismos de transmisión de la política monetaria es una extensión del problema de la neutralidad del dinero. Aun reconociendo que esta neutralidad no se da en el corto plazo (definido como un período de entre 18 y 30 meses), la gran mayoría de los economistas todavía suponen que en el largo plazo el dinero sí es neutral. Por lo tanto, la discusión se centra en la magnitud y duración de los efectos de corto plazo de un *shock* de política monetaria que varían de acuerdo con la estructura de la economía. Pero a su vez los continuos cambios en la estructura de la economía hacen aun más difícil identificar esos efectos. Se pueden dar muchos ejemplos para mostrar que probablemente los cambios en la estructura de la economía, y por lo tanto en los mecanismos de transmisión de la política monetaria, se han estado produciendo más aceleradamente que el progreso en el conocimiento empírico sobre estos mecanismos⁸. Como me lo planteara correctamente un economista del People's Bank of China: si bien estaba persuadido de que el agua caería al piso, este conocimiento le servía de poco para convencer a sus jefes sobre cuándo y cuánta agua debían dejar caer.

Como estamos hablando de dolarización, el segundo ejemplo que usaré para ilustrar mi punto es el argumento más sólido que todavía puede darse para defender una autoridad monetaria discrecional en Chile y países similares⁹. Me refiero al argumento originado en la contribución de Mundell sobre áreas monetarias óptimas, argumento que Larry Sjaastad ha adaptado a las circunstancias actuales de la economía internacional. El

⁸ Los dos ejemplos siguientes son ilustrativos. El primero se relaciona con la caída de las reservas de los bancos con los bancos centrales en los países desarrollados y que ha llevado a especular sobre las consecuencias de la desaparición de los pasivos monetarios de los bancos centrales para el manejo de la política monetaria (véase Timo Henckel, Alain Ize y Arto Kovanen, "Central banking without central bank money" (1999). El segundo se refiere a la importancia de las diferencias en los sistemas financieros nacionales de los países miembros del Euro para la transmisión de la política monetaria común (véase Stephen Cecchetti, "Legal structure, financial structure, and the monetary policy transmission mechanism" (1999).

⁹ La discusión sobre la dolarización se centra generalmente en sus beneficios y en sus costos. Entre los beneficios se incluyen el ahorro en costos de transacción, la eliminación del riesgo cambiario (y por lo tanto de la prima por riesgo cambiario en las tasas de interés), la eliminación del impuesto inflacionario como recurso arbitrario y la eliminación del banco central como fuente de ruido en la economía. Entre los costos se incluyen la pérdida de señoreaje, la pérdida del banco central como prestamista de última instancia, la pérdida del banco central como posible factor de estabilización de la demanda interna por bienes y servicios, y la atadura a la política monetaria de Estados Unidos que podría ser un factor desestabilizador. La importancia de cada uno de estos beneficios y costos puede variar bastante entre países, pero existe poco acuerdo sobre la importancia empírica de cada uno de ellos. Por lo menos a nivel teórico, el principal costo (o beneficio) de la dolarización puede ser la pérdida del banco central como factor de estabilización de la demanda interna, pero la evidencia empírica sigue siendo muy discutible.

argumento original identificaba las condiciones bajo las cuales un país se beneficiaba por tener un banco central que pudiera utilizar la política monetaria como instrumento estabilizador de la demanda interna por bienes y servicios, lo cual a su vez suponía tipos de cambio flexibles¹⁰. En la nueva versión, Sjaastad concluye que la fijación del tipo de cambio de la moneda de un país como Chile a una moneda líder inestable (por ejemplo, el dólar cuyo valor respecto a otras monedas internacionales ha fluctuado fuertemente desde 1971) puede ser fuente de gran inestabilidad macroeconómica. Esto es porque Chile se podría ver enfrentado a fuertes cambios en los precios relativos internacionales que le interesan y que se supone distintos de los que interesan a Estados Unidos¹¹.

Acepto que la evidencia histórica de Latinoamérica en el período pos 1971 puede ser consistente con esa idea teórica. Pero no es menos cierto que los efectos de la fuerte inestabilidad del dólar sobre la asignación de recursos en Chile y otros países latinoamericanos habrían sido similares con cualquier otro sistema cambiario, y más importante, *a priori* no se hubiera podido decir que otro sistema definitivamente habría sido mejor. Si bien reconozco la contribución teórica de Mundell y la adaptación posterior de Sjaastad, de este modelo no puedo sacar una conclusión sobre los beneficios y los costos de la dolarización. Sus supuestos son tales que siempre algún grado de flexibilidad cambiaria será mejor que la unificación monetaria. Como ha dicho Buitter, “[la teoría de las áreas monetarias óptimas] sufre de una confusión terrible entre rigideces nominales transitorias y rigideces reales permanentes, y como resultado, exagera extremadamente el poder de la política monetaria para afectar el comportamiento real de la economía, para bien o para mal”¹². Por ejemplo, de este modelo se podría concluir que los europeos se han embarcado en una gran locura, que Sao Tome y Príncipe se ha estado beneficiando de su moneda propia discrecional, que China se beneficiaría de tener más de 100 monedas, o que Texas se

¹⁰ Estas condiciones se relacionaban con a) el grado de rigidez de los precios y costos internos; b) el grado de apertura al comercio internacional de bienes y servicios; c) el grado de simetría de los *shocks* macroeconómicos en la economía nacional y en la economía de los países relacionados; d) el grado de diversificación de las estructuras de producción y demanda internas; e) el grado de movilidad internacional de los factores de producción; y f) el grado de integración fiscal asociado con transferencias presupuestarias (como sucede por ejemplo en un país con estructura federal de gobierno). Por supuesto, la teoría no puede definir un grado preciso para cada uno de estos factores y por lo tanto la evaluación de la evidencia empírica para determinar cuando se cumplen las condiciones es totalmente subjetiva.

¹¹ Véase Larry Sjaastad, “Dollarization: How much benefit?, How much cost?” (1999).

¹² Willem H. Buitter, “The EMU and the NAMU: What is the case for North American Monetary Union?” (1999), p. 16.

habría beneficiado si en 1971 hubiera emitido el dólar tejano. La teoría de las áreas monetarias óptimas, en cualquiera de sus versiones, no me permite sacar una conclusión tentativa, mucho menos definitiva, sobre cualquiera de estas posibilidades¹³.

No estoy en contra del conocimiento teórico ni en contra de la existencia de entes estatales con capacidad técnica para proveer un servicio a la comunidad. Pero la creación de estos entes tiene que fundarse en la capacidad técnica para proveer el servicio, y esta capacidad no puede basarse únicamente en el conocimiento teórico. Sin embargo, la ignorancia sobre la eficacia de la política monetaria nos impide juzgar *a priori* si la autoridad discrecional de un banco central será bien o mal utilizada. Lamentablemente la evaluación del desempeño de los bancos centrales no es un ejercicio simple porque en circunstancias normales deberían hacer poco o nada. Si se evaluara el desempeño del Banco Central de Chile en la última década, probablemente se concluiría que fue bueno cuando las condiciones macroeconómicas fueron favorables para reducir gradualmente la inflación y que fue malo cuando la demanda interna amenazó con generar un fuerte déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos o cuando tuvo que hacer frente a un *shock* externo.

Sin embargo, los bancos centrales con autoridad monetaria discrecional siguen existiendo. Una explicación de su sobrevivencia a pesar de un récord tan discutible es el miedo a algún evento extraordinario que requiera una intervención estatal fuerte y rápida. A propósito, en 1944, Raúl Prebisch planteó este argumento en un documento al gobierno de la República Dominicana para justificar la creación del Banco Central y abandonar el uso del dólar americano como moneda de curso legal¹⁴. Cuando se

¹³ En el trabajo citado de Buitter se analizan las distintas condiciones para aplicar la teoría de las áreas monetarias óptimas a una posible unificación monetaria entre Canadá y Estados Unidos. Buitter concluye que algunas condiciones son difícilmente verificables y otras son poco pertinentes al problema.

¹⁴ Aparentemente la República Dominicana es el único país donde se instituyó una moneda extranjera (el dólar americano) como moneda de curso legal y se prohibió la emisión de moneda nacional para impedir que el gobierno cobrara el impuesto inflación. Esto ocurrió en 1900, cuando la Asamblea Constituyente reaccionó contra la emisión inflacionaria de moneda nacional que había caracterizado la historia monetaria desde la Independencia y aprobó esas normas con rango constitucional. El dólar fue la moneda de curso legal hasta 1947, cuando se abrió el Banco Central y el peso dominicano comenzó a circular al tipo de cambio de un peso por dólar. La ley inicial del Banco Central limitaba considerablemente la emisión sin respaldo de moneda extranjera, porque, siguiendo los consejos de Prebisch, Robert Triffin y Henry Wallich, se pensaba que el banco sólo debía acomodar la demanda estacional por crédito y que podía tener poder discrecional únicamente en situaciones extremas. La institucionalidad dominicana no fue sin embargo un obstáculo para que Trujillo, que había tomado el poder en 1931 y gobernó hasta su asesinato a fines de la década del 50, abusara del Banco Central y usara las reservas internacionales para garantizar préstamos para sus negocios privados.

leen documentos de los años 30 y 40, queda la impresión que esos bancos centrales son un resultado de la Gran Depresión —instrumentos para no ser utilizados en períodos normales, pero quizás efectivos cuando hay que hacer frente a una emergencia, como, por ejemplo, un *shock* externo. En todo caso, y aun si se probara que efectivamente existe un margen para que un ente estatal provea liquidez en momentos críticos, mi punto es que tenemos que seguir cuestionando el poder discrecional que se les ha dado a los bancos centrales para impedir que se sigan cometiendo errores.

Preparando el camino para la integración en el sistema monetario internacional

Por último, me quiero referir a cómo se puede enfrentar el desafío de acomodar el sistema monetario nacional al cambiante sistema monetario internacional. Mi punto anterior sobre la capacidad técnica de los entes estatales es válido a cualquier nivel de gobierno —subnacional, nacional e internacional. No justifico ninguna organización gubernamental que no pueda basarse en su capacidad técnica para proveer el servicio que está demandando la comunidad local, nacional o internacional.

La transformación de las economías nacionales ha precipitado un doble proceso de reducción de los gobiernos nacionales. Por un lado, se han generado fuerzas para transferir la producción de algunos bienes y servicios públicos a gobiernos subnacionales —este proceso de descentralización ha tenido lugar en muchos países con variado éxito, pero puede anticiparse que continuará en forma paralela con la democratización de los sistemas de gobierno. Por otro, se han generado fuerzas para transferir la producción de otros bienes y servicios públicos a entes internacionales —este proceso de concentración ha estado motivado por fuerzas económicas, pero también por una convergencia de ideas sobre los derechos individuales y los sistemas de gobierno. Los gobiernos nacionales tendrán que seguir ajustándose a estas dos fuerzas, y el ajuste necesariamente significará una reducción de los gobiernos nacionales.

Se ha vuelto lugar común plantear si los gobiernos nacionales tienen que asumir pasivamente las consecuencias de esas fuerzas o si, por el contrario, tienen que enfrentarse a ellas para supuestamente dominarlas. Este planteo es equivocado porque subestima la fortaleza de esas tendencias. Ningún país se beneficiará de los cambios que se están produciendo si su sistema de gobierno nacional no es capaz de acomodar esas fuerzas. Dejando de lado la necesidad de que las instituciones legales nacionales

también se acomoden a ellas, el cambio de las instituciones del gobierno nacional tendrá que tomar en cuenta la conveniencia económica de transferir responsabilidades a entes internacionales e incluso aceptar que otros gobiernos nacionales provean bienes y servicios al resto del mundo. Este mismo principio ha estado guiando la descentralización de funciones hacia gobiernos subnacionales, es decir, la conveniencia económica de que ciertos servicios por sus características de bienes públicos locales sean provistos por gobiernos provinciales o municipales.

En materia monetaria, la semejanza de las evoluciones del dinero y de convenciones como el lenguaje ha sido muchas veces resaltada. Esta semejanza se funda en los beneficios de la coordinación de actividades que claramente no debieran estar limitadas por las barreras artificiales de los estados nacionales. Si nos preocupáramos sólo por estos beneficios, está claro que la responsabilidad por el sistema monetario debería transferirse a un ente internacional (podría decirse que es similar a entregarle poder discrecional sobre la lengua española a la Real Academia Española). Esta semejanza se refiere al dinero como medio de pago, y por lo tanto no debe extrañar que se esté produciendo una convergencia internacional, por lo menos en los estándares para el funcionamiento eficiente de los sistemas de pagos.

Pero los bancos centrales cumplen también otras funciones. Su función de prestamista de última instancia de los bancos se destaca como esencial a la estabilidad de los sistemas financieros. Aunque esta idea es cuestionable, el punto importante para nuestro propósito es que esta función se podría delegar a gobiernos subnacionales o instituciones internacionales¹⁵. La presunción de que sólo el instituto emisor de moneda puede cumplir apropiadamente esta función es infundada. Por ejemplo, a pesar que no emite moneda, la autoridad monetaria de Hong Kong ha establecido ventanillas de liquidez porque dispone de un fondo que excede largamente el respaldo legal a la moneda local¹⁶. También, las propuestas para transformar el Fondo Monetario Internacional en prestamista de última instancia para gobiernos nacionales muestran que no se necesita emitir dinero para

¹⁵ Estrictamente, la función de prestamista de última instancia se refiere a todas las ventanillas de los bancos centrales para proveer liquidez a los bancos comerciales. Es ilusorio calificar una de estas ventanillas como de última instancia, aunque es cierto que las condiciones de acceso a algunas ventanillas pueden ser lo suficientemente restrictivas como para que sólo en situaciones extremas un banco pueda acceder a ella.

¹⁶ Además del respaldo legal a la moneda local, este fondo es el resultado de la acumulación de los superávits fiscales por un largo período de tiempo y, más recientemente, de la acumulación de la contribución sobre los pagos por concesión de tierra fiscal. La moneda local es emitida por bancos privados que tienen que depositar moneda extranjera en el fondo.

cumplir esta función. Si hay una demanda privada por un prestamista de última instancia que conviene que sea satisfecha por un ente público, probablemente un ente local puede ser más efectivo que un ente nacional o internacional. Si el sistema financiero nacional estuviera bien integrado, el nivel nacional o local del ente público podría hacer poca diferencia. Igualmente, si el sistema financiero estuviera bien integrado a nivel internacional, esto es, que si los mercados nacionales de crédito estuvieran bien integrados entre sí, podría no hacer diferencia si el prestamista de última instancia es un ente nacional o internacional. Cualquiera sea el nivel, para que un ente estatal que no emite dinero pueda cumplir esta función se requiere que tenga acceso a recursos líquidos, sea porque acumuló un fondo de activos líquidos (caso de Hong Kong) o porque puede acceder fácilmente al crédito (caso del Fondo Monetario si se le autorizara a cumplir esa función).

Además del rol de prestamista de última instancia, los bancos centrales con autoridad discrecional tienen la función principal de regular la demanda interna por bienes y servicios¹⁷. Hoy día esta función se cumple principalmente a través de operaciones de mercado abierto para influir directamente sobre algunas tasas de interés. Como en el caso de la función de prestamista de última instancia, esta función no requiere que el ente público sea emisor de moneda. En la medida en que un ente público disponga de un fondo de estabilización del gasto público o del gasto privado, la función se puede asignar a la autoridad encargada de este fondo. El problema principal es la magnitud del fondo en relación a los *shocks* que se pretenden neutralizar, especialmente cuando el gobierno en el pasado no tuvo la capacidad de generar un superávit para acumular tal fondo o cuando se puede suponer que no tendrá la capacidad de generarlo en el futuro y de repagar la deuda que contraiga para mantener el nivel de gasto cuando el ingreso disminuye.

Como en el caso de la función de prestamista de última instancia, la asignación de la función de regular la demanda interna a un nivel de gobierno depende del grado de integración de los mercados de crédito (incluyendo los mercados de préstamos y los mercados de bonos). Sin embargo, y contrariamente a lo que sucede con la función de prestamista de última instancia, se puede argumentar que cuanto más local es el *shock*, menos

¹⁷ Intencionalmente he dejado de lado la discusión sobre la estabilidad de precios como objetivo principal (o único) de los bancos centrales. Ningún banco central con autoridad discrecional está limitado a ese objetivo, independientemente de lo que digan las leyes y las cartas orgánicas. Lo que importa es lo que los bancos centrales hacen con su poder discrecional sobre los instrumentos que las leyes y las cartas orgánicas les han entregado.

atención le prestará un gobierno de nivel más alto. Este argumento es válido pero aplicable a otros shocks, la mayoría distintos de los que tienen en cuenta los bancos centrales con autoridad discrecional. La generalización de este argumento a un gran número de *shocks* locales que imponen fuertes caídas en los ingresos locales (por ejemplo, un terremoto) hace evidente que se trata de un problema fiscal de relaciones intergubernamentales y no de un problema de autoridad monetaria. Si se acepta este argumento, entonces el énfasis debería ponerse en estas relaciones y en el diseño de programas eficaces para transferencias intergubernamentales.

La discusión anterior enfatiza el elemento fiscal implícito en las funciones de prestamista de última instancia y regulador de la demanda interna. Por ejemplo, se puede argumentar que Hong Kong y China han estado en una situación fiscal confortable para hacer frente a la crisis asiática¹⁸, mientras que los gobiernos de otros países han tenido que buscar formas de movilizar recursos internos y externos para hacerlo. Si las experiencias recientes de Hong Kong y Argentina se comparan sobre la base sólo de sus sistemas monetarios, se puede llegar a conclusiones equivocadas porque se estaría ignorando la gran diferencia en sus situaciones fiscales. Otro ejemplo de la importancia del elemento fiscal es el proceso de unificación monetaria de la Comunidad Europea que puso en evidencia la necesidad de generar márgenes de acción para la política fiscal a nivel nacional para el éxito del euro. Una vez que se reconoce este elemento fiscal, está claro que la discusión tiene que centrarse en los niveles de gobierno que deben prestar estas funciones y en cómo los distintos niveles pueden compartir los recursos necesarios para prestarlas.

La rápida revisión anterior de las funciones de los bancos centrales con autoridad discrecional muestra que —aun cuando se estuviera de acuerdo en su necesidad— no hay argumentos económicos concluyentes para que estos bancos sean antes a nivel nacional. Por supuesto, la decisión sobre el nivel de gobierno no puede basarse sólo en argumentos económicos. Como lo ha mostrado la experiencia con el euro y las propuestas y

¹⁸ Mientras que el gobierno local de Hong Kong ha acumulado un gran fondo de activos líquidos que le permitiría cumplir con ambas funciones, el gobierno nacional de China puede tener fácil acceso a la gran masa de depósitos en los bancos estatales. El primero es un ejemplo del margen de flexibilidad de la política fiscal cuando se han tenido excedentes por décadas. El segundo es un ejemplo del margen de flexibilidad de la política fiscal cuando un gobierno puede endeudarse fácilmente. Ambos casos son realmente excepcionales y además confirman que la disponibilidad de estos márgenes de flexibilidad de la política fiscal es una condición necesaria, pero no suficiente para que la política fiscal sea un factor estabilizador de la demanda interna. Esa disponibilidad es esencial, pero también lo es la capacidad para utilizarla apropiadamente.

discusiones sobre uniones monetarias, el diseño de la institucionalidad monetaria debe tomar en cuenta tanto el tema de la soberanía nacional —por lo menos, en el sentido de que las instituciones jurídicas y de gobierno a nivel nacional condicionan la eficacia de las instituciones regionales o internacionales— como el problema de la responsabilidad de las instituciones internacionales. Como lo ha señalado Buitier en su comparación de la unión monetaria europea y de una posible unión monetaria entre Estados Unidos y Canadá, la primera es el resultado de un largo proceso de construcción de instituciones jurídicas y políticas regionales y de armonización de instituciones nacionales, aunque esto no haya asegurado que las instituciones monetarias de la unión europea estén sujetas a controles apropiados¹⁹.

En la próxima década, las fuerzas que presionan para una reducción de los gobiernos nacionales se irán manifestando más agudamente. Será responsabilidad de los sistemas de gobierno nacional, en particular de los congresos y parlamentos, facilitar que el sistema monetario nacional se acomode a la nueva realidad para beneficiarse de esas fuerzas, incluyendo las reformas fiscales que sean necesarias para su efectividad. Por supuesto, esto supone que el sistema de gobierno nacional es capaz de generar políticas de largo plazo compatibles con el crecimiento económico. Creo que éste es el caso de Chile, pero mucho me lamento que por el momento no es el caso de Argentina.

Conclusión

Como cualquier otra reforma de políticas e instituciones, una reforma del sistema monetario chileno puede justificarse o por los pobres resultados del sistema existente o por la necesidad de adaptarse a cambios en la economía nacional e internacional. He supuesto que la primera situación es probable y he argumentado que la segunda es prácticamente inevitable. A pesar de las dificultades para un análisis concluyente, la evaluación del desempeño del Banco Central luego de la crisis económica y financiera de 1982-1983 es urgente porque podría justificar una reforma independientemente de los desarrollos en el sistema monetario internacional. Si bien es tentador suponer que ‘si no está quebrado, no lo repararemos’, primero debemos estar seguros que no está quebrado. La pregunta que todavía no tiene

¹⁹ Sobre la comparación, véase la sección III de la referencia ya citada. Sobre las instituciones de la unión monetaria europea, véase Willem H. Buitier, “Alice in Euroland”, por aparecer en *Journal of Common Market Studies*, 1999.

una respuesta definitiva es si la institucionalidad monetaria que se generó con las reformas de la última década es capaz de mantener la estabilidad de precios y de reducir el impacto de los *shocks* externos sobre la demanda interna.

Mientras se aguarda esa respuesta que podría justificar una reforma urgente, la atención debe centrarse en las reformas necesarias para acomodar el sistema nacional al sistema internacional. Este ajuste tomará tiempo. Las reformas requieren primero reconocer que la autoridad discrecional de los bancos centrales no tiene una justificación económica sólida. El conocimiento técnico que puede justificarla o rechazarla aún está lejos de ser concluyente. Este conocimiento tiene que ser la base de esa autoridad y no es una simple cuestión de decir que el dinero no es neutral y los *shocks* de política monetaria tienen efectos macroeconómicos. El problema es tener el conocimiento específico que permita ejercer la autoridad discrecional en forma eficaz. Éste es sólo el primer paso, porque aun si este conocimiento específico existiera, luego habría que asegurar que los procesos de decisión de la autoridad monetaria efectivamente tomen en cuenta ese conocimiento. Si bien la independencia de los bancos centrales ha significado un avance en esta dirección, en alguna medida también ha servido para que los economistas transformados en banqueros centrales se aislen del resto del sistema de gobierno e ignoren la evidencia que contradice sus conocimientos técnicos.

Además, una reforma orientada a acomodar el sistema nacional al sistema internacional debe tomar en cuenta las funciones específicas que se piden a un banco central. Estas funciones pueden ser asignadas a distintos entes públicos no necesariamente emisores de moneda, y estos entes pueden estar ubicados en distintos niveles de gobierno. La autoridad sobre los estándares para los sistemas de pagos puede ser transferida a un ente público internacional, y otras funciones pueden ser cumplidas en forma conjunta por entes públicos de distintos niveles. Así, las funciones de prestamista de última instancia y de regulador de la demanda interna por bienes y servicios podrían ser cumplidas por entes fiscales que tengan acceso a los recursos líquidos necesarios para su cumplimiento efectivo y ser compartidas por entes en los tres niveles de gobierno (internacional, nacional y local). En otras palabras, estas funciones dejarían de ser responsabilidad exclusiva de la autoridad monetaria y se convertirían en responsabilidad compartida de otros entes públicos.

En la próxima década el sistema monetario chileno seguirá evolucionando, especialmente para acomodar los cambios en el sistema internacional. Es posible que los cambios sean lo suficientemente profundos y

reflejen las ideas que he planteado en esta nota. Si así fuera, el peso chileno desaparecería, pero si las nuevas instituciones son eficaces, nadie lo extrañaría.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Barandiarán, Edgardo. "Sistemas monetarios alternativos". *Estudios Públicos*, 10 (1983).
- Buiter, Willem H. "The EMU and the NAMU: What is the case for North American monetary union?". Douglas Purvis Memorial Lecture, 7 junio 1999, p.16.
- "Alice in Euroland". Por aparecer en *Journal of Common Market Studies*, 1999.
- Cecchetti, Stephen. "Legal structure, financial structure, and the monetary policy transmission mechanism". NBER Working Paper 7151, junio 1999.
- Christiano, Lawrence J.; Eichenbaum, Martin; y Evans, Charles E. "Monetary policy shocks: What we have learned and to what end?". NBER Working Paper 6400, febrero 1998.
- Cohen, Benjamin J. *The geography of money*. Cornell University Press, 1998.
- Henckel, Timo; Ize, Alain; y Arto, Kovanen. "Central banking without central bank money". IMF Working Paper, WP/99/92, julio 1999.
- Sjaastad, Larry. "Dollarization: How much benefit?, How much cost?". Mimeo, mayo 1999.