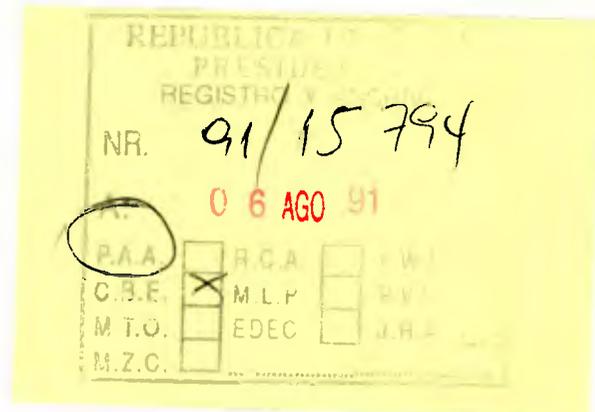




*Aylwin*

Santiago, 5 de Agosto de 1991.  
N° 408/91

Excmo. Señor  
Presidente de la República  
Don Patricio Aylwin Azócar  
Presente



Excmo. Sr. Presidente:

Como es de conocimiento público, las recientes medidas dispuestas por las autoridades económicas y monetarias, que dicen relación con el encaje establecido para los créditos externos de corto plazo, han generado preocupación en los sectores vinculados a la inversión externa.

Nuestra entidad gremial ha estimado oportuno contribuir al debate sobre esta importante materia, para lo cual ha encargado la realización de un estudio, destinado a analizar los posibles efectos que la medida pudiera tener en el ámbito de la actividad minera privada.

Dicho informe ha sido elaborado por el distinguido economista Don Juan Andrés Fontaine Talavera, quien, como es sabido, ocupó el cargo de Director de Estudios del Banco Central de Chile.

La Sociedad Nacional de Minería espera que el estudio referido constituya un aporte a la reevaluación de los aspectos técnicos que la autoridad monetaria ha anunciado respecto a esta medida.

*Sociedad Nacional de Minería*

Por las razones expuestas, hemos estimado de interés que V.E. conozca el contenido del informe, que tenemos el agrado de adjuntar a la presente.

Saluda atentamente a V.E.,



---

Hernán Guiloff Izikson  
Presidente

incl.: lo indicado  
mbg.

Journal of the American Medical Association

6 AUG 1991  
ARC

Juan Andrés Fontaine  
31 de julio 1991.

## INFORME

### ENCAJES SOBRE EL CREDITO EXTERNO: RAZONES Y SINRAZONES

El pasado 5 de junio el Banco Central acordó imponer un régimen de encajes a los créditos internos que ingresen al país. La medida ha sido objeto de intensa controversia. El presente informe discute alcances de la medida, sus justificaciones, sus consecuencias y recomienda ciertos cursos de acción futura por parte de la autoridad en esta materia.

#### EL REGIMEN DE ENCAJES

Por acuerdo adoptado el 5 de junio de 1991 el Consejo del Banco Central estableció un régimen de encajes para los créditos externos que se ingresen al país. La medida se ampara en el número 2 del artículo 49 de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central, (LOC), el cual lo faculta expresamente para imponer dicha restricción cambiaria. Como lo estipula la ley aludida, esta resolución debió justificarse en la necesidad de preservar "la estabilidad de la moneda" o "el financiamiento de la balanza de pagos", contar con la aprobación de al menos tres miembros del Consejo y no ser objeto de veto por parte del Ministro de Hacienda (LOC, Art. N° 50).

No obstante lo anterior, los encajes a las líneas comerciales de los bancos radicados en Chile y los créditos desembolsados en el exterior (ex-artículo 15) fueron aplicados en virtud del número 2 del artículo 34 de la LOC, el cual regula el uso de los encajes con propósitos de regulación monetaria. Dicho propósito lo define el mismo artículo en su encabezamiento como la "regulación de la cantidad de dinero en circulación y de crédito". A mi modo de ver, es curiosa la interpretación dada a esta facultad del Banco Central, la cual nunca se pensó dirigida a introducir normas de control selectivo del crédito, como de hecho resultan ser

los encajes diferenciados sobre partidas tan específicas como las que motivan este informe.

Luego de sucesivos acuerdos aclaratorios y rectificadores por parte del Banco Central —publicados durante los últimos 30 días— el régimen de encajes vigente es el siguiente:

En general, los créditos y obligaciones con el exterior quedan sujetos a un encaje de **20%**, que se entera en divisas en el Banco Central y no devenga interés alguno. El plazo de duración del encaje es el siguiente:

<u>duración promedia del crédito</u>	<u>plazo del encaje</u>
hasta 90 días	90 días
desde 91 días a 1 año	la duración promedia del crédito
más de 1 año	1 año.

Quedan exceptuados del encaje, las obligaciones del Fisco, los créditos con organismos multilaterales (Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo), y —por tratarse técnicamente de "saldos de precio" y no de "créditos"— los anticipos de compradores en el caso de las exportaciones y las coberturas de importaciones en cobranza y diferidas.

La base para la aplicación del encaje varía significativamente según las diferentes formas de crédito externo. A saber:

**(a) líneas comerciales bancarias:**

El total de las obligaciones de los bancos radicados en Chile con sus corresponsales, comúnmente denominadas "líneas de crédito comercial", son objeto del encaje descrito, en forma creciente, a razón de 1/6 por mes, hasta alcanzar el 20% del promedio vigente en el período de encaje mensual que concluye el 9 de diciembre próximo. Nótese que en este caso no se hace distinción alguna relativa a la fecha de contratación o giro de los créditos respectivos.

**(b) créditos financieros, créditos directos de exportadores y créditos asociados al DL 600**

Las obligaciones consideradas en este acápite registradas a contar del 17 de junio quedan afectas al régimen de encajes descrito. Nótese que esto exime del encaje a los créditos desembolsados antes de dicha fecha, sus sucesivas prórrogas (el artículo 14 y los créditos asociados se rigen siempre por las normas vigentes al momento del registro, las cuales contemplaban la facultad de renovación automática *ad infinitum* ) y los créditos registrados, pero no desembolsados.

Adicionalmente, el Banco Central en una modificación posterior dispuso, como forma opcional de satisfacer el requisito de encaje, la realización de una operación de compra y retroventa instantánea de un pagaré emitido por dicha entidad. Esta fórmula permite a quienes ingresen créditos evitarse inmovilizar en el Banco Central el 20% de ellos hasta por un año, a cambio de la cancelación de una suerte de impuesto, equivalente al costo financiero del encaje, a través del descuento asociado a la operación de retroventa señalada.

**(c) créditos desembolsados en el exterior (ex art. 15)**

Tratándose de los créditos que se registren en el Banco Central a contar del 17 de junio pasado y se desembolsen en el exterior para la adquisición de bienes de capital y otros gastos, el régimen de encajes deviene en la obligación de efectuar en un banco de la plaza un **depósito previo** en dólares del 20% del crédito y por los plazos ya indicados. Dicho depósito previo está a su vez sujeto a un 20% de encaje, sin intereses, a enterarse en el Banco Central. Puede apreciarse entonces que el encaje propiamente tal correspondiente a estas operaciones es un 20% del 20%, esto es, 4%.

Adicionalmente, también estos créditos pueden acogerse a la opción de la compra con pacto de retroventa descrita en la letra b) anterior.

## LAS JUSTIFICACIONES

La regulación de los movimientos de capitales a través de encajes no es inusual. La LOC concedió tal facultad al Banco Central, inspirada en la ley alemana correspondiente. Enfrentado también a una gran afluencia de capitales el banco central español impuso recientemente un esquema similar. En Chile, entre 1979 y 1982, también fueron objeto de encajes (decrecientes) los créditos financieros de entre 2 y 5 años de plazo. En general, los encajes son más eficientes que las restricciones coercitivas (prohibiciones, cuotas), por cuanto se limitan a elevar el costo de los créditos afectos.

Como señalamos anteriormente, la L.O.C. exige al Banco Central explicitar la justificación de sus medidas de restricción cambiaria. En el caso que nos ocupa, las justificaciones fueron las siguientes (Banco Central de Chile, Circular Nº 119, del 14.06.91, que contiene los Acuerdos número 132-01-910605, 132-02-910605 y 132-03-910605):

- 1 El marcado descenso experimentado por las tasas de interés internacionales, particularmente en los Estados Unidos de América;
- 2 La inconveniencia de reducir la tasa de interés interna, por cuanto ello compromete seriamente el objetivo antiinflacionario;
- 3 El impacto ejercido sobre el tipo de cambio por la afluencia de divisas derivada del menor costo del endeudamiento en moneda extranjera;
- 4 La decisión de evitar un deterioro de la posición competitiva de nuestras exportaciones, requisito fundamental para la estabilidad de la posición externa del país a mediano y largo plazo; y
- 5 La necesidad de continuar contando con recursos externos de mediano y largo plazo que complementen el ahorro en el financiamiento de la inversión.

Como puede apreciarse los dos primeros se refieren a la conveniencia de mantener internamente una tasa de interés superior a la externa, en tanto que los dos siguientes hablan de la necesidad de controlar la afluencia de divisas para evitar un deterioro de la posición competitiva de las exportaciones. La justificación número cinco es difícil de asociar a la medida en comento, por cuanto, como se analiza en la sección siguiente, el impacto probable de ella es claramente desfavorable a la captación de créditos externos de mediano y largo plazo.

Analicemos con mayor detención los argumentos relativos a la tasa de interés y la "gran" afluencia de divisas.

a) **¿Es la tasa de interés interna mayor que la externa?**

Las autoridades del Banco Central piensan que sí. Varios economistas del sector privado también. Algunos opinan que ello debe ser así para combatir la inflación; otros que es inútil y que las tasas deben ser rebajadas. Lo que pocos parecen haber advertido es que la realidad es otra.

Para comparar las tasas de interés en pesos y en dólares es necesario considerar la evolución probable del tipo de cambio. En Chile ello se hace normalmente considerando la trayectoria fijada por el Banco Central (o que ese espera éste determine) para el dólar acuerdo, la cual como se sabe devalúa diariamente el peso en función de la diferencia entre la inflación interna y la externa estimada por el Banco Central.

Ocurre que sistemáticamente el Banco Central durante el presente año ha sobreestimado la inflación externa observada, la cual ha sido de hecho fuertemente negativa (puede estimarse en -4.9% hasta mayo, considerando sólo los principales socios comerciales no latinoamericanos) debido a la fuerte apreciación del dólar ante las monedas europeas y japonesa (la cual suele deprimir los precios en dólares de nuestros productos). En consecuencia, **el Banco Central revaluó el peso junto con el dólar, rebajando el tipo de cambio acuerdo en términos reales efectivos en 9.2% hasta mayo pasado.**

Es esta revaluación paulatina del peso la que hace progresivamente más barato el endeudamiento externo y, en general, la que estimula el ingreso de capitales. Si el Banco Central pusiese al día su estimación de la inflación externa (por ejemplo, rebajando a cero el descuento correspondiente), el dólar acuerdo subiría al ritmo de la U.F. y el crédito externo no resultaría más barato que el crédito interno.

Probablemente, el Banco Central no ha querido adoptar esa alternativa por temor a que ella avivase la inflación (al encarecer los insumos importados). Sin embargo, el uso de la política cambiaria para aminorar las presiones inflacionarias es altamente inconveniente. En 1979-81, aunque ciertamente en otras proporciones, también el peso fue gradualmente revaluado, en medio de gran afluencia de capitales y sin perjuicio de la imposición de encajes. Incluso si la autoridad concluyera que el valor actual de la divisa es superior al de equilibrio, por las razones dadas, una revaluación discreta es siempre mejor que una gradual.

En mi opinión, es la **expectativa (avalada por lo ocurrido en los últimos seis meses) de una caída del tipo de cambio real la que estimula la afluencia de capitales, bajo la forma de créditos u otros medios**. Las medidas de mediados de junio en nada hicieron variar esta situación, sino al contrario, la agudizaron, pues mantuvieron un descuento por inflación externa de 0.3% al mes que no se sustenta en la realidad actual de nuestro comercio exterior.

#### **b) la "gran" afluencia de divisas**

El Banco Central pretende neutralizar el estímulo al endeudamiento externo de corto plazo proveniente de la política cambiaria, con un régimen de encajes enfocado a desincentivar el ingreso de créditos de corto plazo. Sin embargo, **las cifras no corroboran en absoluto la presunción de que los créditos de largo plazosean la fuente principal de la afluencia de divisas**. En efecto:

- durante el año pasado, si bien es cierto que el ingreso neto de capitales de corto plazo ascendió a US\$ 850 millones (la mayor

parte de los cuales habría sido afectado por los encajes de haber estado ellos vigentes), los desembolsos de inversión extranjera (US\$ 587 millones) y de créditos de mediano y largo plazo (US\$ 2215 millones) suman cifras muy superiores.

- durante el primer trimestre del año, los créditos de corto plazo no sólo no continuaron aumentando sino que **cayeron** en US\$ 25 millones.
- finalmente, y esto es lo más sorprendente, la información fragmentaria disponible sugiere que **durante el segundo trimestre, es decir, antes que las medidas hicieran pleno efecto, los créditos de corto plazo habrían caído en más de US\$ 500 millones.**

En consecuencia, las cifras demuestran que, el diagnóstico básico de la medida —la gran afluencia de créditos especulativos de corto plazo— es simplemente inapropiado. La abundancia de divisas proviene de un nivel satisfactorio de exportaciones y desembolsos de inversión extranjera y créditos de largo plazo, acompañados de un muy bajo nivel de importaciones. Adicionalmente, se observan ciertos movimientos de capitales atraídos por el diferencial de intereses que —como se comentó— crea la política cambiaria, pero éstos no se traducen en créditos sino en los movimientos de anticipos de exportaciones, coberturas de importaciones y flujos que ingresan desde el mercado cambiario informal, ninguno de los cuales está afecto a encajes.

## CONSECUENCIAS

Nos referimos a continuación a las consecuencias de los encajes sobre el tipo de cambio, la posición competitiva de las exportaciones y el financiamiento de la inversión.

### a) Sobre el tipo de cambio

Se desprende de las justificaciones planteadas por el Consejo del Banco Central que uno de los objetivos de la medida era alzar el tipo de

cambio observado. Por las razones ya señaladas (mantención en la regla cambiaria de un descuento por inflación externa excesiva y reducción en marcha de los créditos de corto plazo) no puede esperarse de esta medida un efecto significativo sobre el dólar. En cambio, la reactivación de las ventas y la rebaja de aranceles eventualmente van a aumentar las importaciones, lo cual sí puede tener el efecto buscado.

#### b) Sobre la competitividad de las exportaciones

Como se vio uno de los considerandos del acuerdo del Banco Central hace referencia explícita a este problema. Los encajes no sólo es improbable que beneficien la competitividad del sector exportador vía una elevación del tipo de cambio observado, sino que la dañan significativamente, por cuanto elevan el costo real del crédito externo. En efecto, un exportador típico obtendría préstamos para exportación a una tasa equivalente a LIBOR + 3% (9.5% sobre dólar o 5.6% sobre UF). El efecto del encaje es elevar dicha tasa a LIBOR + 4.9% (11.4% sobre dólar o 7.4% sobre UF): **un alza de 32% en el costo real del crédito comercial.**

Nótese que, como se señaló en la primera sección, los anticipos de comprador están exentos de este gravamen.

#### (c) Sobre la inversión

En su considerando quinto, el acuerdo del Banco Central en comento proclama su intención de no desestimular el ingreso de créditos de mediano y largo plazo. Sin embargo, la medida adoptada de hecho tiene ese efecto indeseado y ello no puede sino resentir el desarrollo de las inversiones. En efecto,

- la decisión de obstaculizar el ingreso de capitales de largo plazo a un país en desarrollo, urgentemente necesitado de inversión y en circunstancias que ella está dando crecientes muestras de debilidad, no podía esperarse que fuera considerada por potenciales inversionistas como una señal favorable a la inversión.

- la decisión de controlar los movimientos de capitales es incongruente con los reiterados anuncios en relación a la integración y globalización de los mercados, y contradice la obvia necesidad de propender a una mayor apertura cambiaria en el país.
- la incorporación al régimen de encaje de los créditos de largo plazo que se desembolsen en el exterior (ex-art. 15) es difícil de explicar: estos no provocan directamente un ingreso de divisas.
- los encajes significan un encarecimiento objetivo de los proyectos de inversión. Por ejemplo, en un proyecto de US\$ 300 millones, con US\$ 75 millones de capital, implicarían elevar en US\$ 45 millones los requerimientos financieros con las consiguientes dificultades y costos. Es cierto que la opción de la compra de instrumentos del Banco Central con inmediata retroventa alivia considerablemente el financiamiento del encaje (y en ese sentido es una fórmula inteligente para sortear el problema), pero no elimina su costo financiero. En el ejemplo presentado, dicho costo representaría US\$ 2.7 millones, 0.9% de la inversión.

Hay quienes han declarado que dicho guarismo —un 0.9% de recargo— sería poco oneroso. Pero para cualquiera que haya seguido de cerca las dificultades de la confección del "paquete financiero" de un proyecto de inversión y los consiguientes esfuerzos para minimizar todo costo redundante tal aseveración no hace sino revelar una inquietante falta de realismo. En verdad las únicas razones para esperar que la medida no afecte significativamente la marcha de las inversiones en Chile son la alta rentabilidad de las mismas y la (razonable) expectativa que el régimen de encajes será de vida corta.

## CONCLUSION

El análisis precedente demuestra que la medida de los encajes: **a) está fundada en un diagnóstico incorrecto del origen del problema: un**

presunto exceso de créditos de corto plazo, cuando éstos cayeron aceleradamente en los últimos meses; b) es por tanto inadecuada a los objetivos que persigue y c) es altamente costosa en cuanto a sus efectos laterales sobre la competitividad de los exportadores usuarios del crédito externo y el financiamiento de la inversión.

Sin embargo, dichos efectos negativos son directamente proporcionales a la duración de la medida, al menos en sus forma actual.

En consecuencia, cabe proponer las siguientes modificaciones:

- **Exención inmediata del régimen de encaje para los créditos desembolsados en el exterior** (ex-artículo 15), los cuales no provocan un ingreso de divisas al país. Como se sabe el principal uso de éstos es el financiamiento de la adquisición de bienes de capital en el exterior, la cual ha caído en 19% en el primer semestre. La facultad del Banco Central de cursar los correspondientes registros le permitiría controlar directamente cualquier abuso de este mecanismo.
- **Exención inmediata del régimen de encaje para los créditos de largo plazo**, definidos, por ejemplo, como aquellos de plazo promedio superior a 3 años. Naturalmente, esto exigiría restringir cualquier eventual prepago, sometiéndolos, por ejemplo, a la condición de pagar un recargo financiero equivalente al costo del encaje. Nótese que la posibilidad de que tales pagos se hiciesen subrepticamente vía el mercado cambiario informal sería tan ilegal como la internación de capitales, libres de encajes, por ese mercado.

Finalmente, y en la medida que el Banco Central resuelva corregir el problema de fondo—la regla cambiaria y el consiguiente estímulo a la internación de capitales— podrían los encajes devengar algún interés, para pasar más tarde a su derogación.