

OCHENTA AÑOS DE HISTORIA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE*

Vittorio Corbo L.**
Leonardo Hernández T.***

I. ANTECEDENTES HISTÓRICOS

El Banco Central de Chile se creó para resolver una vieja preocupación, cual era la de proveer circulante en cantidades adecuadas para apoyar el desenvolvimiento económico del país. De hecho, si nos remontamos a los albores de la República, se encuentran antecedentes que dan cuenta de que la escasez de circulante era una preocupación constante que se arrastraba desde muy temprano en la época colonial. Esto, por cuanto en esos años el dinero provenía principalmente de Perú, donde funcionaba la casa de moneda de Lima, fundada en 1565 y que acuñaba monedas de plata.¹ Pero, en especial, porque el comercio exterior deficitario con España y otras colonias implicaba que Chile permanentemente veía disminuir sus reservas de monedas de oro y plata por períodos prolongados. Todo lo anterior hacía muy difícil acumular un stock adecuado de medios de pago para apoyar las transacciones internas y, por ende, el desarrollo de las actividades económicas. Esto significó que desde muy temprano existiera en Chile una necesidad evidente de producir dinero, la que se intentó resolver inicialmente a través de una autorización de la Corona Española, en 1741, para la instalación en el país de una casa de moneda privada,² la autorización para que circularan en el país monedas de otros países³ y, posteriormente, siendo Chile ya una república independiente, a través de la emisión de billetes por parte de bancos comerciales (Subercaseaux, 1922; Fetter, 1937; Millar, 1994).

Pero la preocupación sobre la necesidad de proveer a la economía de una cantidad adecuada de medios de pago y establecer un sistema de crédito eficiente trascendió a la época colonial, siendo una constante durante los primeros cien años de vida independiente de la nación. Por ejemplo, hacia fines de la década de

1830, ante la aguda escasez de circulante, distintas casas comerciales de varias zonas del país y, en particular, de Coquimbo,⁴ un importante centro minero de la época, comenzaron a emitir vales y fichas, e incluso algunas llegaron a emitir billetes que se aceptaban como medios de pago en parte del comercio, aunque con un descuento.⁵ La emisión de estos vales llevó al Gobierno a emitir un decreto, en noviembre de 1839, que prohibía establecer bancos o emitir billetes sin autorización previa del mismo. Los billetes que se emitirían en virtud de este decreto deberían ser totalmente garantizados, a través del establecimiento de una fianza hipotecaria, y solo podrían circular dentro de la localidad del emisor.

** Agradecemos a Fernando Parro por su valioso aporte en la construcción de gráficos y cuadros y en la búsqueda de información para realizar este trabajo. Agradecemos también a Klaus Schmidt-Hebbel y Luis Felipe Céspedes por sus útiles comentarios a una versión preliminar. Cualquier error es de nuestra exclusiva responsabilidad.*

Este artículo está motivado en los discursos pronunciados por Vittorio Corbo con motivo del Octogésimo Aniversario del Banco Central de Chile (Corbo, 2005a, b y c).

Al elaborar las distintas secciones, se tuvieron a la vista los estudios de Corbo y Fischer (1994), Lüders (1968), Massad (1998) y Ossa (1993), entre otros citados.

*** Presidente, Banco Central de Chile.*

**** Subgerente General, Banco Central de Chile.*

¹ *En esos años el oro, y más aun la plata, de Chile era enviado para ser acuñado en Perú, de donde retornaba una cantidad pequeña de monedas (Subercaseaux, 1922; Banco Central de Chile, 2005).*

² *La casa de moneda de Chile pasó a ser administrada por autoridades reales en 1770, atraídas por las utilidades que en ella se generaban. Además, por orden de la Corona Española se construyó, entre 1784 y 1805, un edificio que albergaría a esta entidad, el que pasó a ser la sede oficial del Gobierno de Chile en 1846 (Banco Central de Chile, 2005).*

³ *Se autorizó la circulación en Chile de monedas de oro y plata argentinas, colombianas y peruanas, entre otras (Millar, 1994).*

⁴ *Las fuentes que documentan este período destacan Coquimbo, porque allí empezaron los primeros debates y reclamos de algunas autoridades locales por el extensivo uso que se hacía de estos vales y fichas. Pero en otras zonas, como Valdivia, la escasez de circulante llevó a las autoridades locales a emitir vales al portador, los que gozaban de garantía de la Aduana y Tesorería local (Millar, 1994).*

⁵ *Algunas de estas fichas eran conocidas como "señas" y "macuquinas" (Millar, 1994).*

La discusión sobre la conveniencia de crear bancos comerciales comenzó a tomar fuerza recién en 1840, y se enfocó inicialmente en la necesidad de crear un banco nacional o del Estado, de emisión, que permitiera proveer a la economía de una cantidad adecuada de medios de pago y establecer un sistema de crédito más eficiente, centrado hasta entonces en prestamistas privados.⁶ En las discusiones primaba la visión de que estas labores las debía asumir el Estado, pero a través de un ente que fuera independiente del gobierno de turno.

Al revisar la historia llama la atención que ya en esos años, en los debates relativos al establecimiento de bancos, existía cierta preocupación respecto de la creación de un banco estatal, que también fuese de emisión, podía terminar en una expansión desordenada del circulante, que pondría en peligro la supervivencia del sistema monetario bimetálico,⁷ y resultaría inflacionaria. En parte, esta preocupación se basaba en la noción que las ex colonias españolas tenían escasa experiencia institucional y eran propensas a la guerra (Millar, páginas 59-69).

En medio de este debate, en octubre de 1849 se creó el primer banco comercial, el *Banco de Chile de Arcos*, el que dentro de ciertos límites⁸ estaba autorizado para emitir billetes convertibles en moneda metálica. Sin embargo, en la autorización otorgada por el Gobierno no se aceptó lo solicitado por los dueños, en cuanto a permitir que sus billetes fueran aceptados en las oficinas y tesorerías fiscales, porque esto violaba las Leyes de Indias vigentes en 1849 que exigían que estos pagos se hicieran en dinero (metálico) o especies. Pero desde su inicio el Banco de Chile de Arcos encontró una fuerte oposición del comercio establecido de Santiago, Valparaíso y Coquimbo, tanto por la baja credibilidad de los billetes que emitía como porque reducía los ingresos que el comercio estaba obteniendo por el señoreaje sobre la emisión de vales y fichas, que habían encontrado un uso más allá de los comerciantes que las emitían. Lo anterior significó que el Banco de Chile de Arcos tuviera corta vida: el Gobierno terminó retirándole la facultad emisora en abril de 1850, como resultado de la resistencia que había creado, mientras que la Corte Suprema restringió el uso de sus billetes a menos de un mes de su fundación.

En la década de 1850 se inició una expansión importante de la banca privada, en respuesta al auge económico asociado con el descubrimiento de oro en California, proceso que se vio facilitado con la promulgación de distintos cuerpos legales que favorecían la fundación de instituciones financieras.⁹ Estos bancos, autorizados por el Gobierno, eran instituciones de crédito y de depósito y no de emisión, pero de facto sí emitieron billetes y vales, aunque no en grandes volúmenes. Este proceso se acentuó en 1860, con la promulgación de una ley de bancos muy liberal gestada por el reputado economista francés Courcelle Seneuil.¹⁰ De acuerdo con esta nueva ley, que estuvo vigente hasta 1925, los bancos podían emitir billetes convertibles en moneda metálica. La emisión estaba sujeta a un límite máximo igual al 150 por ciento del capital efectivo de los bancos, y los billetes eran aceptados por el Estado en el pago de impuestos y deudas. Los bancos también estaban autorizados a abrir cuentas corrientes, las cuales eran pagaderas en billetes o en moneda metálica. El ingreso al sector bancario era bastante automático y la capacidad de regulación y supervisión de la banca por parte del Estado era prácticamente nula, por cuanto con esta ley se implantó un sistema de banca libre. En este esquema, la principal limitación a la toma de riesgos de los bancos era autoimpuesta y venía dada por la reputación de las instituciones y las personas detrás de ellas (los directores respondían

⁶ *Las formas que tomaron las operaciones de crédito realizadas por prestamistas fueron varias. En algunos casos, se prestaban bienes de capital y consumo para realizar operaciones agrícolas y mineras. Entonces el préstamo se devolvía a través de minerales o cosechas, los que se tasaban a precios inferiores a los de mercado (estas operaciones recibían el nombre de habilitaciones). En otros casos, las operaciones consistían en gravar un inmueble con un canon anual, correspondiente a un interés por haber recibido un cierto capital (estas operaciones recibían el nombre de censos). Diversas órdenes religiosas, que poseían grandes capitales, actuaban como prestamistas.*

⁷ *El sistema bimetálico imperante en Chile consistía en la circulación indistinta de monedas de oro y plata. En 1834 se autorizaron las monedas divisionarias de cobre.*

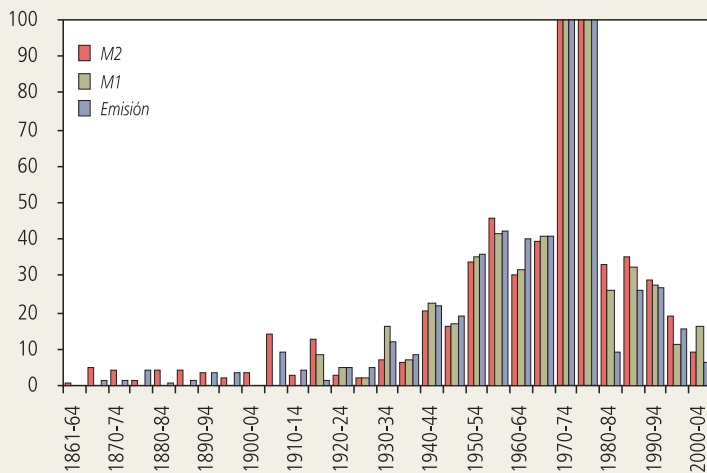
⁸ *Por ejemplo, el Banco debía garantizar sus operaciones con un depósito en la Tesorería General de 100 mil pesos, lo que equivalía a 5% del capital autorizado.*

⁹ *Ley de prelación de créditos de 1854, ley de sociedades anónimas del mismo año y Código Civil de 1855.*

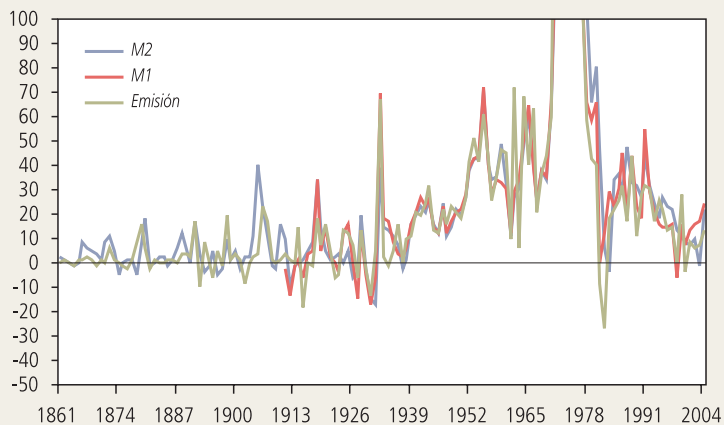
¹⁰ *Monsieur Seneuil, quien era contrario a la creación de un banco estatal, había venido a Chile como asesor del Ministerio de Hacienda y como profesor de Economía Política de la Universidad de Chile.*

Crecimiento de Agregados Monetarios, 1861-2004^a

A. Promedio quinquenal



B. Promedio anual



Fuente: Díaz, Lüders y Wagner (2003) para el período 1861-2000; Banco Central de Chile para el período 2001-04.
a. Entre los años 1971 y 1977 el crecimiento porcentual anual de los agregados monetarios superó el 100% anual.

solidariamente respecto de las obligaciones contraídas por el banco). Así, por ejemplo, la ley no limitaba los préstamos y descuentos a los directores y miembros de la administración de los mismos bancos. La poca supervisión se ejerció a través de la obligación, impuesta al Presidente de la República, de nombrar agentes para que verificaran los libros, cajas y carteras de las instituciones.

En este escenario, la guerra entre Chile y España de 1865 agudizó las necesidades de financiamiento del Estado, el que autorizó la emisión de billetes

inconvertibles a aquellos bancos que le otorgaran préstamos. Esto no solo llevó a la suspensión de la convertibilidad, en septiembre de 1865, sino también a una expansión de la banca y de la emisión —la emisión y M2 en el período 1865-74, crecieron, en promedio, diecinueve y cuatro veces más rápido que durante el quinquenio inmediatamente anterior, respectivamente (gráfico 1). Este aumento de la emisión, sin embargo, fue poco inflacionario —la inflación aumentó recién en el período 1870-74, siendo negativa en 1865-69—, por cuanto la emisión y el dinero crecieron en promedio a tasas moderadas (1.5 y 4.3% anual, respectivamente), el crecimiento del producto se aceleró en 1865-69 y los precios de los bienes importados tendieron a la baja.

La convertibilidad de los billetes en metálico se restableció a fines de 1866,¹¹ pero debió suspenderse doce años más tarde a causa de una severa crisis de balanza de pagos. Cabe hacer notar que la guerra chileno-española de 1865 marcó el inicio de medio siglo de déficit fiscales sostenidos, situación que solo se revirtió después de finalizada la Primera Guerra Mundial (gráfico 2), para deteriorarse nuevamente entre 1950 y 1974.

La prosperidad económica de comienzos de la década de 1870, como resultado de la mayor prosperidad de la economía mundial y el descubrimiento del yacimiento de plata de Caracoles, en Antofagasta,¹² dio un gran empuje a la creación de bancos y a la expansión monetaria y del crédito, aunque esto ocurrió en un contexto de casi nula regulación y supervisión bancaria. Pero la difícil situación internacional que se dio a partir de 1873, por el

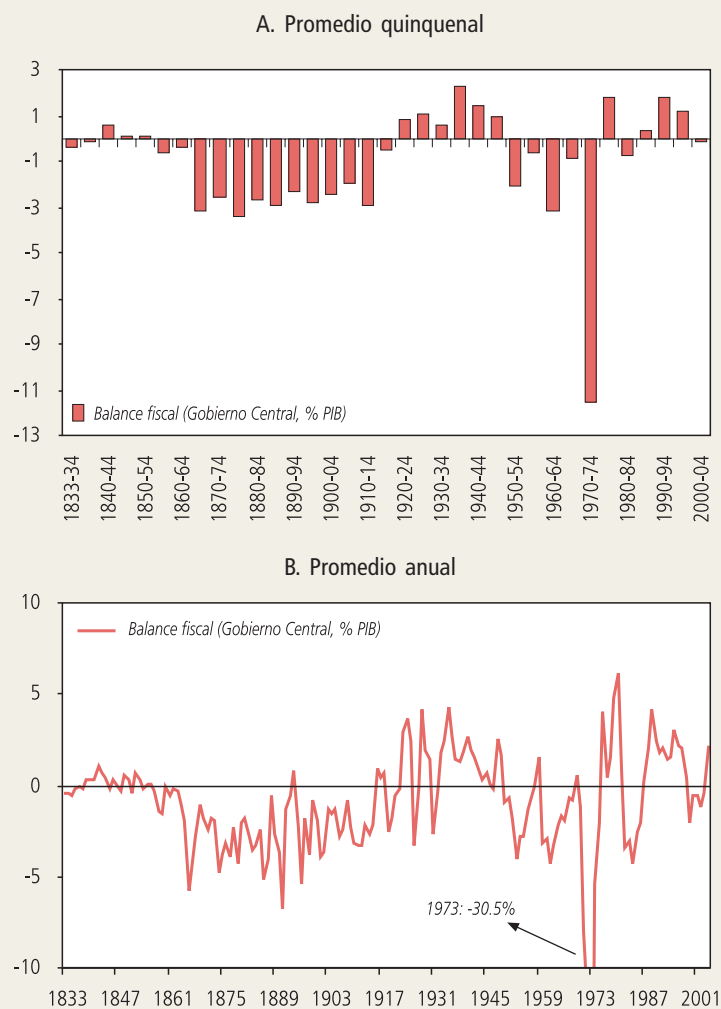
¹¹ La inconvertibilidad se decretó por un período que duraría hasta seis meses después de finalizado el conflicto bélico o, a más tardar, hasta junio de 1867. En la práctica, la inconvertibilidad duró solo once meses (Millar, 1994).

¹² En esa época territorio boliviano.

estallido de una crisis económica en Europa, llevó a una caída importante de los precios de los bienes exportados —el cobre llegó a su precio más bajo en 1879, después de un paulatino descenso desde 1873, mientras que entre 1871 y 1879 el precio de la plata y el trigo cayeron 15 y 23%, respectivamente. Debido a que los ingresos fiscales dependían en gran medida de los derechos de aduana, la situación fiscal se deterioró de manera significativa —el comercio exterior cayó 25% entre 1873 y 1879—, lo que indujo al fisco a contraer grandes préstamos tanto internos como externos. Todo lo anterior terminó por engendrar una crisis económica, resultado de una situación externa deficitaria que causaba una pérdida permanente de reservas metálicas a los bancos, contracción monetaria y tipos de interés más altos. La tasa de interés real efectiva (ex post) cobrada por los bancos en operaciones de corto plazo subió de 1.95% en 1872, a 12.4% en 1874, retrocedió a 10.13% en 1875 para volver a subir hasta 17.27% en 1878 (gráfico 3).¹³ La difícil situación económica causó la quiebra o fusión de algunas instituciones financieras en 1877 y 1878, y llevó a que finalmente, en julio de 1878, se terminara con el billete bancario convertible, dando paso a un régimen de papel moneda de curso forzoso.¹⁴ Los billetes, ahora inconvertibles, seguían siendo bancarios y su emisión estaba controlada por el Gobierno.¹⁵ Cabe señalar que el entorno externo hacía particularmente difícil la continuidad de la convertibilidad en la forma del patrón oro: una escasez generalizada de oro en el mundo dio origen a veinte años de deflación entre 1875 y 1895.¹⁶

A estas circunstancias externas adversas vino luego a sumarse un hecho histórico que hizo aun más difícil regresar a la convertibilidad: el inicio de la Guerra del Pacífico en 1879, la que condujo a la emisión de papel moneda directamente por el Estado para hacer frente a las necesidades de financiamiento de la guerra, ante las dificultades para obtener crédito bancario.

GRÁFICO 2

Balance Fiscal, 1833-2004
(como porcentaje del PIB)

Fuente: Díaz, Lüders y Wagner (2003) para el período 1833-2000; Banco Central de Chile para el período 2001-04.

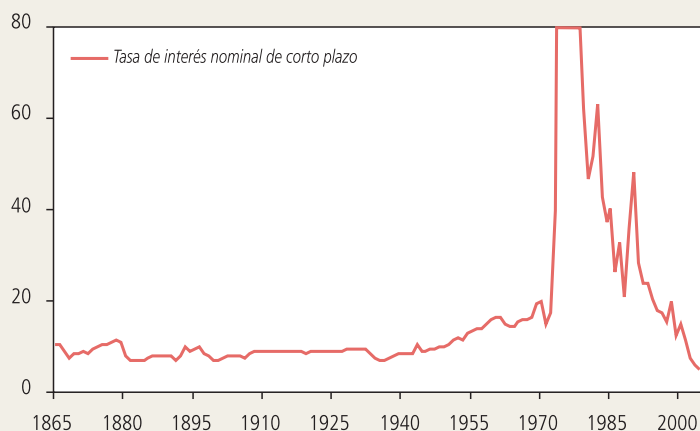
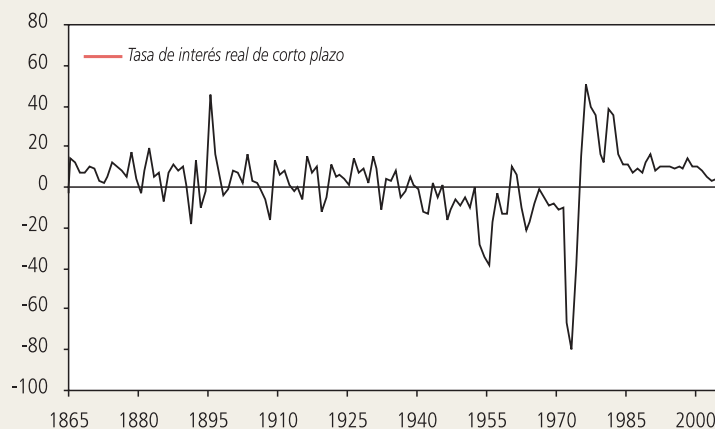
¹³ Corresponden a tasas de interés de corto plazo (30-89 días) efectivas, anualizadas.

¹⁴ La inconvertibilidad se aprobó en sesión secreta de la Cámara de Diputados del 23 de julio, y la misma se extendería hasta el 31 de agosto de 1879 (Millar, 1994).

¹⁵ Los bancos que podían emitir billetes no convertibles fueron, inicialmente, aquellos que habían participado en un préstamo al Estado en junio de ese año. Posteriormente se hizo extensivo este beneficio a otros bancos. La emisión máxima de cada banco tenía relación con el préstamo del mes previo otorgado al Gobierno, y los bancos debían pagar un interés de 4% anual al Estado sobre el monto de billetes inconvertibles emitidos que mantuviesen en circulación.

¹⁶ Los índices de precios al por mayor en Estados Unidos y el Reino Unido cayeron, en forma acumulada, en 50 y 45%, respectivamente, entre 1872 y 1896.

Tasa de Interés Anualizada de Corto Plazo, 1865-2004

A. Nominal^aB. Real^b

Fuente: Díaz, Lüders y Wagner (2003) para el período 1865-2000; Banco Central de Chile para el período 2001-04.

a. Corresponden a las tasas de interés de los depósitos bancarios de 30-89 días. Entre 1974 y 1977 la tasa de interés de corto plazo superó el 100% anual.

b. Corresponde a la tasa de interés real ex post de los depósitos bancarios a 30-89 días.

La conjunción de estos elementos –deflación mundial, déficit fiscales persistentes y mala regulación y supervisión bancaria– hacían el retorno al patrón oro extremadamente difícil.

En este período, la inflación no muestra una tendencia clara, pero sí gran variabilidad y un leve incremento hacia fines del período. Así, mientras la inflación para todo el período 1860-96 alcanzó un promedio de 2.0% anual, esta fue de 1.7% en 1860-80 y de 1.3% en 1880-89, llegando a 5.1% en 1890-96.¹⁷

La preocupación por controlar la inflación llevó a pensar que la única solución era volver a la convertibilidad, lo que se consiguió recién en 1895 (luego de años de debate legislativo), esta vez en un régimen de patrón oro. La convertibilidad empezó a imperar en junio de 1895, y se sustentaba en leyes aprobadas en enero y junio de ese mismo año, que establecían la paridad del peso y la manera en que se canjearían los billetes bancarios y del Estado en circulación. Para llevar a cabo el canje de billetes se había entregado, a través de leyes específicas de años anteriores, recursos adicionales al Estado mediante impuestos, y se autorizó un préstamo externo de hasta dos millones de libras esterlinas. Además, el Estado se comprometió a avalar los billetes de bancos privados.

La conjunción de la elección de una paridad muy fuerte para el peso,¹⁸ la desconfianza generalizada del público al proceso de conversión luego de la crisis de 1878, el pobre desempeño económico del país en el período, las malas prácticas de algunos bancos y el temor a una guerra con Argentina, llevaron a abandonar nuevamente la convertibilidad en 1898, iniciándose en Chile un período de pleno desarrollo del papel moneda, el que iba a durar hasta la creación del Banco Central en 1925. La continua y volátil expansión monetaria que se generó bajo este nuevo régimen (gráfico 1.A) dio origen a inflaciones más

¹⁷ Para ilustrar la gran variabilidad de la inflación, cabe notar que esta fue de -10.6% en 1882, de 15.4% en 1885, de 7.2% en 1890, de 30.5% el año 1891, de -4.8% en 1892, de 22% en 1893 y de -25.1% en 1895. Parte de esta gran variabilidad puede deberse a la poca confiabilidad y escasa cobertura de los datos de la canasta de precios para esos años, lo que implicaría que esta medida habría capturado en parte variaciones de los precios relativos y no necesariamente un fenómeno inflacionario.

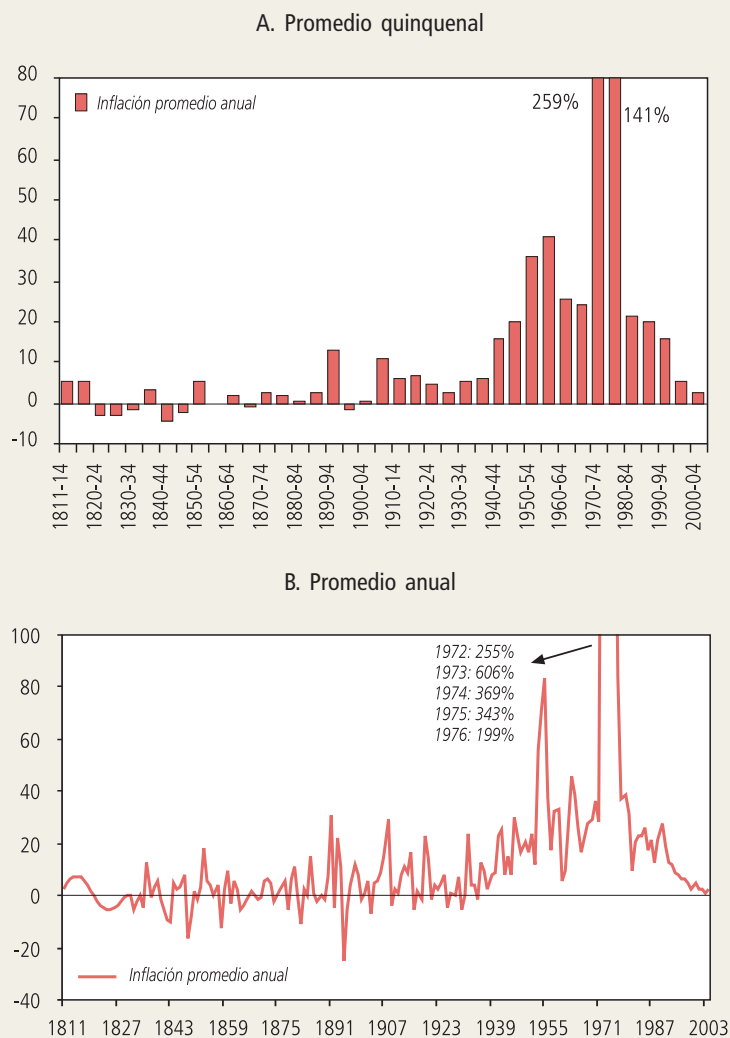
¹⁸ El tipo de cambio elegido implicó una apreciación nominal anual cercana a 25%, posiblemente una de las causas de la gran deflación de ese año.

persistentes y a una continua depreciación de la moneda. Así, mientras en promedio entre 1904 y 1915, el tipo de cambio nominal se depreció en 6.5% anual, entre 1918 y 1925 lo hizo en 16% por año. La inflación, por otra parte, si bien no fue alta comparada con las que se verían en décadas posteriores, se mantuvo volátil y apareció como un fenómeno más constante que en años previos: mientras que en 1860-95 fue solo de 2% anual, en el período 1898-1925 promedió 6.2% anual, y a partir de 1904 se hicieron menos frecuentes los años con deflación (gráfico 4).

En suma, a partir de 1850 empezaron a proliferar en Chile los bancos privados, los que estaban autorizados—legalmente a partir de 1860— para emitir billetes convertibles en moneda metálica. A partir de esa década, y hasta la creación del Banco Central en 1925, la preocupación por la escasez de circulante fue reemplazada por una preocupación por el control de la emisión de medios de pago, de modo de evitar los efectos nocivos de la creciente, más persistente y volátil inflación y el quiebre del sistema bimetalico. Esta preocupación tenía sus raíces, en parte, en un sistema de banca libre donde la falta de supervisión efectiva permitía a los bancos emitir dinero sin mayores restricciones, pero también en los persistentes déficit fiscales provocados por guerras o fluctuaciones de los ingresos del Gobierno, provenientes en su mayoría del comercio exterior, y que inducían a una mayor emisión para financiar al Estado. En este escenario se hizo evidente la necesidad de crear una institucionalidad que ordenara la emisión con el fin de estabilizar los precios y el tipo de cambio. Pero siempre existió la duda de si la emisión debía ser centralizada y entregada en forma exclusiva a una entidad única, fuera esta privada, pública o mixta, o podía quedar en manos de varios bancos.

GRÁFICO 4

Inflación Anual del IPC, 1811-2004



Fuente: Díaz, Lüders y Wagner (2003) para el período 1811-2000; Banco Central de Chile para el período 2001-04.

II. LA CREACIÓN DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

La experiencia de las décadas anteriores llevó, en los inicios del siglo veinte, a pensar que había que poner orden en la emisión para controlar la creación de dinero, terminar con la depreciación de la moneda y, en último término, con la inflación. Una propuesta que logró gran apoyo fue la que surgió en 1913 de crear una caja de convertibilidad, aunque la misma terminó en fracaso por los problemas que acarreó la Primera Guerra Mundial, que llevaron a otra expansión del circulante, esta

vez para cubrir los déficit fiscales que derivaban de las necesidades de auxiliar a la industria salitrera y a los bancos en dificultades.

Después de muchas e infructuosas iniciativas, tanto del Ejecutivo como del Legislativo, en 1918 el entonces Ministro de Hacienda, Luis Claro Solar, presentó en la Cámara de Diputados un proyecto sobre la creación de un banco central, pero el Congreso no tomó ninguna decisión sobre la materia. Tal iniciativa fue seguida de una propuesta, en 1919, del nuevo Ministro de Hacienda, Guillermo Subercaseaux —más tarde Presidente del Banco Central de Chile—, la que, sin embargo, encontró la oposición del Senado por el carácter estatal del banco que se proponía crear. Pero a partir de esta propuesta se inició una discusión más profunda —que también se daba en el ámbito internacional— sobre la necesidad de crear un banco central que regulara la emisión, garantizara la estabilidad cambiaria y preparara al país para un eventual retorno a la convertibilidad. El tema lo retomaría el Presidente Alessandri en su mensaje del 1 de junio de 1921 y cobró gran fuerza en el período 1921-25, centrándose la discusión principalmente en tres aspectos:

- i. La estructura de propiedad más adecuada del banco para lograr la estabilidad (estatal, privado o mixto);
- ii. El valor del tipo de cambio en el nuevo sistema monetario, cuando se restableciera la convertibilidad; y
- iii. Si el sistema monetario a adoptarse sería un patrón oro estricto o si se aceptaría la convertibilidad a otras monedas duras.¹⁹

El asunto llegó a su apogeo en la Semana de la Moneda, organizada por la Facultad de Comercio de la Universidad Católica de Santiago en agosto de 1924, evento en el cual se presentaron variadas propuestas sobre cómo resolver el problema monetario de Chile²⁰ y, en particular, sobre cómo crear una moneda estable. La postura mayoritaria fue que el orden en las cuentas fiscales y la creación de un organismo central, controlado mayoritariamente por el sector privado para que no fuera abusado por el Estado, que manejara la emisión de medios de pago, eran elementos fundamentales para alcanzar la estabilidad de la moneda. En suma, la creación del

Banco Central, y unas décadas antes de los bancos comerciales, estuvo precedida de una profunda discusión sobre la necesidad de enfrentar los problemas de escasez de circulante y la carestía e ineficiencia de un sistema de crédito basado en prestamistas privados,²¹ conjuntamente con alcanzar mayor estabilidad de los precios internos y del tipo de cambio.

Aunque hubo muchas propuestas internas, no se pudo llegar a ningún acuerdo político sobre un proyecto específico de banco central. Al final correspondió a la misión encabezada por el profesor de la Universidad de Princeton, Edwin Kemmerer, sentar las bases de la ley que el 22 de agosto de 1925 fundó el Banco Central de Chile.²² Así, para “satisfacer ampliamente la necesidad de dotar al país de una institución que estabilice la moneda y regule las tasas de intereses y descuentos, para evitar perturbaciones en el desenvolvimiento industrial y financiero de la Nación y fomentar su progreso económico” (Decreto Ley N° 486, de fecha 22 de agosto de 1925, publicado en el Diario Oficial del mismo día), se creó el Banco Central de Chile. Este nació como un ente independiente con un directorio de diez miembros, de los cuales solo tres eran nombrados por el Presidente de la República. De los restantes siete, dos eran nombrados por los bancos nacionales, uno por los bancos extranjeros, uno por los accionistas particulares, dos por entidades gremiales (SNA, Sofofa, Asociación de Productores de Salitre y Cámara de Comercio de

¹⁹ *El sistema de monedas duras* (gold exchange standard) consiste en fijar la paridad de la moneda local (peso) con respecto a una tercera moneda (por ejemplo, el dólar) que está fija vis-à-vis al oro. Las ventajas son que no exige mantener reservas en oro y que, por otra parte, permite devaluaciones con respecto a este metal si la moneda ancla elegida (dólar) lo hace.

²⁰ Millar (1994) señala que en esta jornada, realizada entre el 10 y el 20 de agosto, se presentaron más de veinte trabajos, los que se centraban en temas tales como los perjuicios que causaba el régimen de curso forzoso, la relación entre el manejo de la Hacienda Pública y el curso forzoso de los billetes, y la convertibilidad de los billetes y el Banco Central.

²¹ Ver nota número 5.

²² Cabe destacar que el profesor Kemmerer era un distinguido economista que encabezó misiones como consultor financiero a muchos otros países de la región, entre los que se cuentan Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Ecuador, Guatemala, México, Perú y Uruguay. Al igual que en Chile, su visita a estos países originó la introducción de importantes reformas bancarias, financieras y fiscales.

Santiago) y uno por instituciones obreras.²³ Los accionistas del Banco Central fueron el Estado, los bancos nacionales, los bancos extranjeros y personas naturales o jurídicas. En virtud de la citada Ley, la participación del Estado en el capital del Banco alcanzaría a un poco más de 13%, mientras que las participaciones de los bancos nacionales y extranjeros serían de 31.6 y 9%, respectivamente.²⁴ El resto sería suscrito por personas naturales o jurídicas. El propósito de esta estructura de propiedad y de gobierno corporativo era evitar que el Banco Central pudiese ser capturado por el Gobierno o los bancos comerciales.

Al momento de crearse el Banco se aprobaron también otras dos leyes relacionadas: la Ley Monetaria y la Ley General de Bancos. La primera restauró la convertibilidad en 1926, reemplazando el régimen monetario de papel moneda no convertible —de curso legal y emitido entonces exclusivamente por la Tesorería— por el régimen monetario de patrón oro, aunque esta vez se tuvo más cuidado en la elección de la paridad inicial del peso. Esta ley fijó una paridad de 6 peniques del Reino Unido por peso chileno. La segunda ley creó una Superintendencia de Bancos para regular y supervisar a los bancos comerciales. Al Banco Central se le confirió el monopolio de la emisión de billetes, los que serían convertibles en monedas de oro chilenas, en oro en barras, o en letras a la vista sobre Londres o Nueva York, pagaderas en oro. Para poder retirar todos los billetes y vales fiscales en existencia, el Banco Central recibiría el oro del Fondo de Conversión que había acumulado el Gobierno para un eventual retorno a la convertibilidad. La ley también autorizó al Banco Central para realizar operaciones de crédito con el Gobierno (sujeto a ciertos límites), los bancos accionistas, empresas y personas naturales, y quedaba bajo la supervisión de la recién creada Superintendencia de Bancos. El Banco también podía operar con el público en lo que se refería a compra y venta de oro, en monedas o en barras, y a la toma de depósitos a la vista sin pago de intereses.

III. HISTORIA MONETARIA POSTERIOR A LA CREACIÓN DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

La institucionalidad establecida a partir de estas leyes sirvió de marco para la evolución económica del país

en las décadas siguientes.²⁵ De hecho, en los primeros años de operación del Banco Central, bajo el régimen de patrón oro, tanto el crecimiento de la emisión como la inflación fueron bajas e inferiores a los quinquenios previos (gráficos 1.A y 4.A) y los préstamos al sector público no excedieron el límite legal, establecido en función de la participación del Estado en el capital del Banco. Esto fue posible tanto porque la situación fiscal mejoró de manera importante luego de la Primera Guerra Mundial (gráfico 2.A), como porque la fuerte expansión que exhibió el gasto público a fines de la década de 1920 fue mayoritariamente financiada en el exterior.

Sin embargo, la creación del Banco Central no terminó con los problemas monetarios y cambiarios del país en el mediano plazo, sino que, por el contrario, los agudizó. Esto, porque a pocos años de su fundación, la política fiscal expansiva, el auge exportador y una política monetaria también expansiva —en la forma de sucesivas reducciones en la tasa de redescuento del Banco Central y un límite máximo a las tasas de interés de los bancos—²⁶ llevaron a una fuerte expansión económica en el período 1928-29 (el crecimiento económico promedio del bienio fue cercano a 14% al año). Pero esto cambió abruptamente con el inicio de la Gran Depresión, la que impactó a Chile con gran intensidad (gráfico 5.A). La pronunciada caída de los volúmenes y precios de exportación²⁷ aceleró la pérdida de reservas, deterioró la situación fiscal y redujo el crecimiento. Así, mientras el balance fiscal pasó de un superávit promedio de 2.5% del producto en 1928-30 a un déficit de 2.7% en 1931 (gráfico 2.A), el crecimiento del producto pasó de 6.3 y 4.4%

²³ El cuadro 1 detalla las autoridades del Banco Central de Chile desde su fundación hasta el presente.

²⁴ Al momento de su fundación, la participación del Estado alcanzaba a poco más de 20% del capital.

²⁵ El cuadro 2 detalla la institucionalidad del Banco Central de Chile, el régimen cambiario y el régimen monetario desde su fundación hasta el presente.

²⁶ La primera ley que habla sobre el interés máximo convencional aparece en 1929 (Ley N° 4694). Desde entonces se han promulgado otros dos cuerpos legales (en 1974 y 1981) y numerosas modificaciones que introdujeron y fueron dando forma a la actual regulación de interés máximo aplicable a las operaciones de crédito de dinero.

²⁷ Las exportaciones en términos reales cayeron 36% en 1930, 26% en 1931 y 62% en 1932, mientras el precio de las mismas cayó 12% en 1930, 28% en 1931 y 29% en 1932.

CUADRO 1

Autoridades del Banco Central de Chile desde su Fundación

Período	Presidente	Período	Vicepresidente	Período	Consejeros
1926-29	Ismael Tocornal Tocornal	1926-31	Francisco Garcés Gana	1989-90	Roberto Zahler Mayans
1929-31	Emiliano Figueroa Larraín	1931-32	Luis Matte Larraín	1989-91	Juan Eduardo Herrera Correa
1931-32	Francisco Garcés Gana	1932-58	Luis Schmidt Quezada	1989-95	Enrique Seguel Morel
1932-33	Armando Jaramillo Valderrama	1958-60	Vicente Izquierdo Phillips	1989-99	Alfonso Serrano Spoerer
1933-39	Guillermo Subercaseaux Pérez	1960-62	Fernando Illanes Benítez	1991-2001	Pablo Piñera Echenique
1939-40	Marcial Mora Miranda	1962-64	Félix Ruiz Cristi	1995-2005	María Elena Ovalle Molina
1940-46	Enrique Oyarzún Mondaca	1964-67	Carlos Massad Abud	1999-	Jorge Desormeaux Jiménez
1946-51	Manuel Trucco Franzani	1967-70	Jorge Cauas Lama	2001-03	José De Gregorio Rebeco
1953-59	Arturo Maschke Tomero	1970-73	Hugo Fazio Rigazzi	2003-	Manuel Marfán Lewis
1959-61	Eduardo Figueroa Geisse	1973-74	Carlos Vio Valdivieso		
1962-64	Luis Mackenna Shiell	1974-74	Jorge Cauas Lamal ^g		
1964-67	Sergio Molina Silva	1974-75	Pablo Baraona Urzúa		
1967-70	Carlos Massad Abud	1975-76	Alvaro Bardón Muñoz		
1970-73	Alfonso Inostroza Cuevas	1977-81	Sergio de la Cuadra Fabres		
1973-73	Carlos Matus Romo ^a	1981-81	Hernán Felipe Errázuriz Correa ^h		
1973-75	Eduardo Cano Quijada	1981-82	Iván de la Barra Valle ⁱ		
1975-76	Pablo Baraona Urzúa	1982-83	Daniel Tapia de la Puente		
1977-81	Alvaro Bardón Muñoz	1983-84	Fernando Ossa Scaglia		
1981-82	Sergio de la Cuadra Fabres	1984-85	Félix Ruiz Cristi		
1982-82	Miguel Kast Rist ^b	1985-90	Alfonso Serrano Spoerer		
1982-83	Carlos Cáceres Contreras ^c	1990-91	Roberto Zahler Mayanz		
1983-84	Hernán Felipe Errázuriz Correa ^d	1991-93	Juan Eduardo Herrera Correa		
1984-85	Francisco Ibáñez Barceló ^e	1993-2003	Jorge Marshall Rivera		
1985-89	Enrique Seguel Morel	2004-	José De Gregorio Rebeco		
1989-89	Manuel Concha Martínez ^f				
1989-91	Andrés Bianchi Larre				
1992-96	Roberto Zahler Mayanz				
1996-2003	Carlos Massad Abud				
2003-	Vittorio Corbo Lioi				

Fuente: Banco Central de Chile

a. Desde el 2 de junio de 1973 al 10 de septiembre de 1973. b. Desde el 23 de abril de 1982 al 2 de septiembre de 1982. c. Desde el 3 de septiembre de 1982 al 3 de febrero de 1983. d. Desde el 4 de febrero de 1983 al 2 de mayo de 1984. e. Desde el 3 de mayo de 1984 al 7 de enero de 1985. f. Desde el 3 de abril de 1989 al 9 de diciembre de 1989. g. Desde el 1 de mayo de 1974 hasta el 17 de julio de 1974. h. Desde el 30 de abril de 1981 hasta el 3 de diciembre de 1981. i. Desde el 31 de diciembre de 1981 al 15 de julio de 1982.

CUADRO 2

Institucionalidad del Banco Central de Chile, Régimen Cambiario y Régimen Monetario desde su Fundación

Período	Institucionalidad	Régimen Cambiario	Régimen Monetario
1925-52	1925: Decreto Ley N°486: Crea el Banco Central de Chile.	1925-31: Patrón oro. 1932-52: Sistema cambiario mixto con tipos de cambio múltiples.	1925-31: Tipo de cambio fijo. 1932-52: Agregados monetarios.
1953-59	1953: Decreto con Fuerza de Ley N° 106: Concibe el Banco Central como una institución autónoma de duración indefinida, cuyo objetivo fundamental consiste en "propender al desarrollo ordenado y progresivo de la economía nacional mediante una política monetaria y crediticia que, procurando evitar tendencias inflacionistas o depresivas, permita el mayor aprovechamiento de los recursos productivos del país".	1953-55: Sistema cambiario mixto con tipos de cambio múltiples. 1956-59: Devaluaciones discretas y tipos de cambio múltiples.	1953-59: Agregados monetarios.
1960-74	1960: Decreto con Fuerza de Ley N° 247: Modifica la composición y elección del directorio; crea el Comité Ejecutivo formado por el presidente del Banco, el vicepresidente y el gerente general, con la responsabilidad de cumplir los acuerdos del directorio y de administrar la institución; y amplía las facultades del Banco en lo relativo al control del crédito y a la fijación del encaje y sus modalidades. 1960: Decreto con Fuerza de Ley N° 250: Fusiona el Banco Central de Chile con la Comisión de Cambios Internacionales.	1960-61: Tipo de cambio fijo y tipos de cambio múltiples. 1962-64: Tipo de cambio flexible y tipos de cambio múltiples. 1965-70: Tipo de cambio reptante y tipos de cambio múltiples. 1971-Sept 73: Tipos de cambio múltiples. Oct. 1973-74: Tipo de cambio reptante.	1960-61: Tipo de cambio fijo. 1962-74: Agregados monetarios.
1975-78	1975: Decreto Ley N°1078: Crea el Consejo Monetario; el Banco Central pasa a ser una institución autónoma de derecho público; el objetivo del Banco Central es propender al desarrollo ordenado y progresivo de la economía nacional, mediante las políticas monetaria, crediticia, de mercado de capitales, de comercio exterior y cambios internacionales, de ahorro y demás que le sean encomendadas por ley; se dota al Banco Central de un capital propio.	1975-76: Tipo de cambio reptante. 1977-78: Devaluaciones y revaluaciones discretas. 1978-Jun. 79: Tipo de cambio reptante con devaluaciones preanunciadas.	1975-78: Agregados monetarios. Jun. 78-Jun. 79: Tipo de cambio preanunciado.

Período	Institucionalidad	Régimen Cambiario	Régimen Monetario
1979-88	<p>1979: Artículo 27 del Decreto Ley N°3.001: Prohíbe al Banco Central adquirir para sí pagarés descontables de la Tesorería General de la República u otros documentos de crédito emitidos directamente por el Fisco, así como otorgar créditos directos a las entidades y empresas, de los sectores público o privado, con excepción de las instituciones financieras.</p> <p>1980: Artículo 108 del capítulo XII de la actual Constitución Política de Chile: Confiere rango constitucional a la existencia de un Banco Central autónomo.</p>	<p>Jun. 1979-Jun. 82: Tipo de cambio fijo.</p> <p>Jul. 1982-84: Múltiples sistemas cambiarios: ligado a canastas de monedas, flexible, devaluaciones discretas.</p> <p>1984-88: Banda cambiaria.</p>	<p>1979-82: Tipo de cambio fijo.</p> <p>Jul. 1982-88: Agregados monetarios.</p>
1989-presente	<p>1989: Artículo primero de la Ley N°18.840 del 10 de octubre de 1989: Fija el texto de la ley orgánica constitucional del Banco Central de Chile. En lo fundamental, junto con consagrar su autonomía técnica y patrimonial, esta ley precisa también los objetivos que deben ser cautelados por la institución: "la estabilidad del valor de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos".</p>	<p>1989-99: Banda cambiaria.</p> <p>1999-presente: Tipo de cambio flexible.</p>	<p>1989-90: Agregados monetarios.</p> <p>1991-99: Régimen parcial de metas de inflación.</p> <p>1999-presente: Régimen completo de metas de inflación.</p>

Fuente: Elaboración propia.

promedio anual en 1920-24 y 1925-29, respectivamente, a -1.8% en 1930-34.

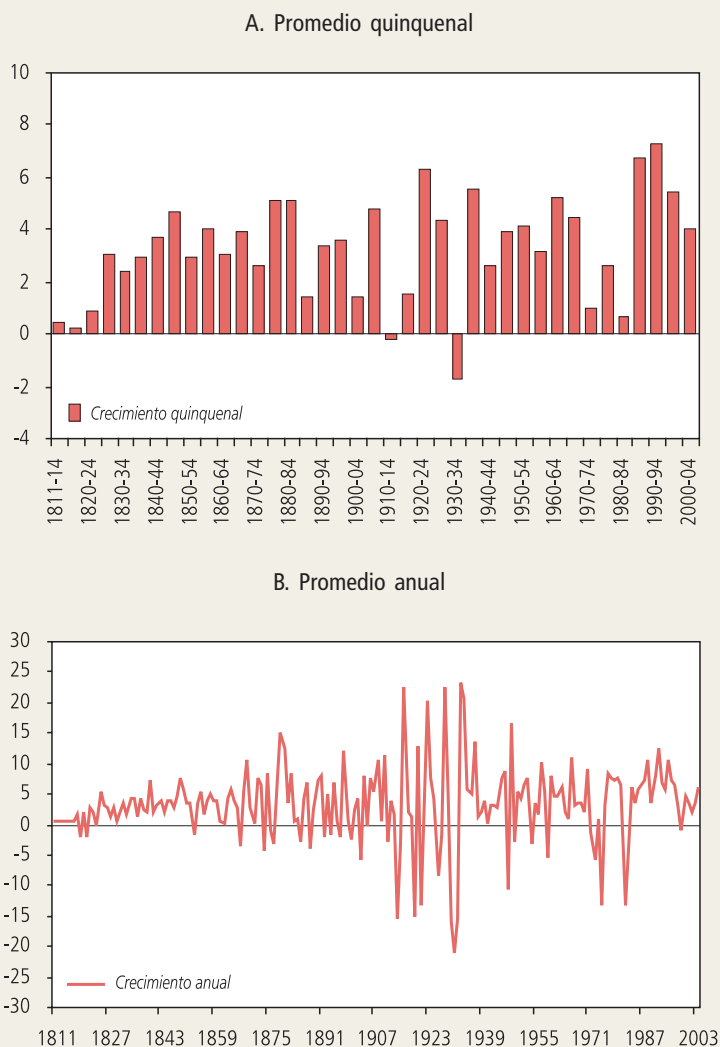
En paralelo, el colapso del financiamiento externo obligó a una fuerte contracción del déficit en cuenta corriente, lo que se hizo muy costoso dado el régimen de patrón oro imperante. No es sorprendente que en estas circunstancias se iniciara un período deflacionario que terminó, en julio del año 1931, en el abandono del patrón oro y, por primera vez, la suspensión del servicio de la deuda externa pública.²⁸ El abandono del patrón oro en medio de la Gran Depresión fue un fenómeno generalizado en el mundo, que incluyó al Reino Unido (1931) y a EE.UU. (1933). Cabe destacar que el impacto de la crisis externa se dejó sentir con mucha mayor fuerza en Chile que en otros países: mientras en nuestro país el producto acumuló una caída de 44% en el trienio 1930-32, en EE.UU. cayó solo 25.5%.

Así, con el país tratando de ajustarse al choque externo de la Gran Depresión, con tipo de cambio fijo y un explosivo déficit fiscal, se puede afirmar que los primeros años del Banco Central no fueron nada fáciles. Una experiencia parecida se iba a repetir cincuenta años más tarde, con la crisis de la deuda de comienzos de los ochenta.

El fin del patrón oro en medio de la crisis se vio acompañado por el establecimiento de controles de cambios (eliminación de la libre convertibilidad del peso), la creación de tipos de cambio múltiples (para distintas transacciones de cuenta corriente y de capitales) y el inicio del proteccionismo en la forma de aranceles diferenciados. A la vez, la débil institucionalidad del Banco Central, en una difícil situación económica interna, dio origen a un período de gran expansión monetaria para financiar al sector público y proveer crédito al sector privado (gráfico 1.A). Entonces, no es raro que, comparado con el quinquenio anterior, la inflación se acelerara, llegando a casi 24% en 1932, y el tipo de cambio se depreciara a partir de 1931 con

GRÁFICO 5

Crecimiento Anual del PIB Real, 1811-2004



Fuente: Díaz, Lüders y Wagner (2003) para el período 1811-2000; Banco Central de Chile para el período 2001-2004.

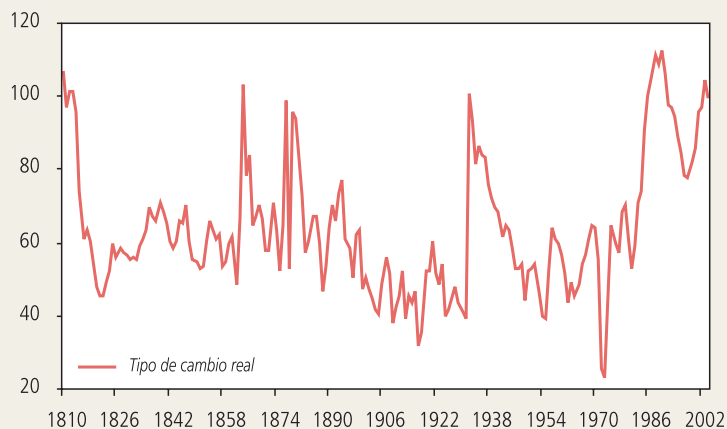
un importante sobreajuste al abandonar la convertibilidad (el tipo de cambio real se depreció 2.5 veces entre 1931 y 1932).

A partir de 1933 y hasta 1938, una vez superada la Gran Depresión, hubo un período de relativa estabilidad macroeconómica, con una inflación

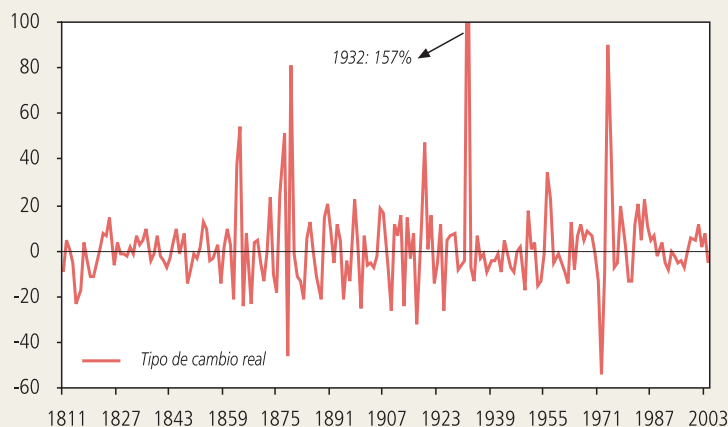
²⁸ En Chile el año 1930 la inflación fue de -5.2% , y en 1931, de 0% . Por otra parte, entre 1925 y 1933 el índice de precios al por mayor en EE.UU. cayó 36% acumulado y en el Reino Unido, 42% acumulado. Es probable que una mayor inflexibilidad a la baja de los precios en Chile explique en parte la mayor contracción del producto aludida en el texto.

Tipo de Cambio Real, 1810-2004^a

A. Índice, 1986=100



B. Crecimiento porcentual anual



Fuente: Díaz, Lüders y Wagner (2003) para el período 1810-2000; Banco Central de Chile para el período 2001-2004. a. El tipo de cambio real se calcula a partir de un promedio ponderado del crecimiento del tipo de cambio real, usando como tipo de cambio nominal el dólar norteamericano y la libra esterlina y ponderando por la participación de las importaciones del Reino Unido y Estados Unidos en el total de Importaciones chilenas.

promedio anual de solo 5.4%, amparada en una notoria mejora de la situación fiscal, una política monetaria más ordenada y la recuperación de la economía mundial.

Pero el Banco Central continuó otorgando crédito a instituciones públicas y a la industria del salitre, iniciándose un período en que el desarrollo de Chile y la operación del Banco Central estarían dominados por la situación fiscal y el apoyo crediticio a entes estatales, en un contexto de gran debate en la profesión sobre el rol empresarial del Estado y de las políticas monetaria y

fiscal en la economía. Así, entre 1938 y 1952, hubo una fuerte expansión del crédito asociada al financiamiento tanto del sector público como del sector privado (gráfico 1.A). Durante todo este período, la tasa de rescuento del Banco Central se mantuvo en 4.5% anual, mientras la inflación promedio anual alcanzaba a 17%. En el período 1946-52, cuando la situación fiscal se hizo más deficitaria (gráfico 2.B), aumentaron los créditos del Banco Central al Gobierno, con lo que la inflación se aceleró a un promedio anual de 20.4% – esta superó el 30% en 1946. Ante la incapacidad de controlar el crecimiento de la emisión, la principal herramienta utilizada por el Gobierno para contener la inflación fueron los controles de precios de bienes, del tipo de cambio y de los reajustes de salarios. Como era previsible, estas políticas fueron poco eficaces en el control de la inflación e introdujeron importantes distorsiones de precios relativos, con altos costos de eficiencia en la asignación de recursos.

En este período, el Banco Central hizo muchas veces pública su oposición a proyectos de ley que lo obligaban a otorgar créditos a bajas tasas al Gobierno e instituciones de desarrollo, como era el caso de Corfo. En concordancia con la doctrina del momento, el Banco no se oponía a otorgar créditos para apoyar la producción, pero sí a dar créditos a entidades públicas que no estaban directamente relacionadas con activi-

dades productivas. De hecho, durante el período 1938-52, el crédito neto del Banco Central al sector privado creció a una tasa media anual de 32%. El gobierno corporativo del Banco Central, controlado hasta 1947 por una mayoría de representantes del sector privado, facilitó este proceso, dejando en evidencia el fracaso del intento de asegurar la estabilidad de la moneda y la emisión a través de un directorio dominado por el sector privado, para así evitar su captura por el Gobierno. El gobierno corporativo existente no evitó que el Banco fuera capturado por grupos de interés.

Entre 1953 y 1955, la situación fiscal se deterioró aun más y la inflación se aceleró hasta 80%. En este escenario, el Gobierno invitó a un grupo de expertos, la misión Klein-Sacks, para que trabajara en la formulación e implementación de un programa de estabilización macroeconómica. El programa propuesto incluyó medidas de corto y largo plazo para controlar la inflación. Las acciones de corto plazo en política monetaria, fiscal y cambiaria, así como la fijación de precios y salarios, contribuyeron a reducir la inflación desde poco más de 80% en 1955, a menos de 40% en 1956 y menos de 20% en 1957. Pero esta volvió a acelerarse por sobre 30% en 1958, por cuanto las acciones de largo plazo nunca llegaron a implementarse por falta de apoyo político.²⁹

Un nuevo intento de estabilización se hizo en el período 1959-61. En particular, en 1959 el gobierno de Jorge Alessandri introdujo un programa de estabilización que se basó en cuatro elementos:

1. La supresión del financiamiento al Gobierno Central;
2. La eliminación de los controles cuantitativos y cualitativos del crédito y de los descuentos del Banco Central, reemplazándolos por una política de encajes;
3. La liberalización de los ingresos de capitales;
4. Una paridad fija entre el peso y el dólar norteamericano.

En una medida de carácter más psicológico que económico, en 1959 se aprobó el reemplazo del peso por una nueva unidad monetaria, el escudo, con una paridad de 1000 pesos por escudo. La conversión se hizo a comienzos de 1960 y el escudo partió con un valor prácticamente a la par con el dólar norteamericano.

Pero la inercia inflacionaria (gráfico 4), la continua extensión de crédito del Banco Central a algunas actividades privadas y para el financiamiento del gasto público (gráfico 2.A), llevaron a una expansión del crédito interno y una apreciación real que terminaron en una crisis de balanza de pagos, que obligó finalmente a abandonar el programa el año 1962 (el tipo de cambio real se apreció en 27% entre 1959 y 1962).

En el período 1965-70, se intentó adoptar otro programa de estabilización. En este tiempo se avanzó en reformar la política monetaria, a fin de enfocarla hacia el logro de una reducción gradual de la inflación, en una economía que había adquirido una importante inercia inflacionaria. A su vez, se introdujo un tipo de cambio reptante, para poder convivir con la alta inflación sin provocar una crisis cambiaria. En 1965 se eliminaron las operaciones del Banco Central con el público; en 1966 se modernizó el sistema de encajes bancarios y se intentó alcanzar tasas de interés reales positivas, para así reemplazar la asignación cuantitativa del crédito por el uso de mecanismos de precios. En este período, además, se intensificó el control del crédito por parte del Banco Central, como una forma de controlar la expansión monetaria, pero a diferencia del período 1952-64, se hizo utilizando cada vez más los incentivos de precios a través de encajes e impuestos. En general, este intento de estabilización también se encontró con el problema de la muy frágil situación fiscal.

A comienzos de los años setenta, la economía se fue cerrando al comercio internacional, mientras los desequilibrios micro y macroeconómicos se exacerbaban. Así, a mediados de 1973 el arancel promedio de las importaciones superaba el 100%, aunque existía una gran varianza entre aranceles a distintos bienes y sectores, en conjunto con una gran cantidad de barreras no arancelarias (cuotas, permisos, etc.) y tipos de cambio múltiples. En 1971, el déficit fiscal fue de 10.7% del producto, mientras la oferta real de dinero creció 66% como resultado, principalmente, del financiamiento del déficit del sector público. La inflación, sin embargo, se mantuvo artificialmente baja a través de los controles de precios impuestos por el Gobierno. En los años siguientes el Gobierno siguió expandiendo el gasto, llegando el déficit fiscal a 30% del producto en 1973.

²⁹ *Las medidas recomendadas proponían, para el corto plazo, reducciones de los gastos en defensa y obras públicas, restricciones cuantitativas al crédito, tasas de descuento más altas, menores reajustes salariales, fijación de precios y unificación de algunos tipos de cambio, entre otras acciones. Para el largo plazo se recomendaba eliminar subsidios a los servicios públicos, aumentar e indexar algunos impuestos, reorganizar y racionalizar el sistema de seguridad social y unificar los tipos de cambio, entre otras medidas.*

Este fue financiado principalmente por préstamos del Banco Central, lo que presionó al alza el nivel de precios y, dada la política de control de precios del Gobierno, provocó escasez en los mercados y el surgimiento del mercado negro. A pesar de los controles de precios, la inflación llegó a 255% en 1972 y a 606% en 1973.

El Gobierno que asumió en 1973 cambió radicalmente el modelo de desarrollo imperante en Chile, principalmente a través de la liberalización comercial y financiera y la reducción del rol del Estado en la economía. A pesar de este cambio, los desequilibrios macroeconómicos, la situación externa y la eliminación de los controles de precios heredados de la administración anterior impidieron una reducción rápida de la inflación, la que se mantuvo en niveles de tres dígitos hasta 1976.

La aplicación de un severo programa de ajuste macroeconómico en 1974-75 permitió reducir la inflación anual a dos dígitos a partir de 1977, en paralelo con una mejora importante en la situación fiscal, reflejada en una reducción del déficit a 5.4% del PIB en 1974 y a 2.0% del PIB en 1975, para transformarse en un superávit de 4% del PIB en 1976. Al mismo tiempo, los tipos de cambio fueron unificados, las barreras no arancelarias eliminadas y la apertura comercial se materializó a través de la reducción gradual y, más adelante, de la unificación de los aranceles a las importaciones, alcanzándose una tasa uniforme de 10% en 1979. En esta etapa también se avanzó en la liberalización de los mercados financieros internos y la apertura parcial de la cuenta de capitales. A su vez, en 1975 se introdujo un nuevo cambio en la unidad monetaria, el que reemplazó el escudo por un nuevo peso con una paridad de 1000 escudos por peso.

Como resultado de estas reformas, y una vez asimilado el choque petrolero de mediados de los setenta, la economía chilena comenzó a crecer a tasas altas, transformándose la reducción de la inflación en la principal prioridad del equipo económico de la época. Atribuyendo al tipo de cambio un rol central como ancla para la inflación, se decidió introducir un tipo de cambio prefijado con una trayectoria nominal de devaluaciones a tasas decrecientes. Así, en 1978 se estableció un tipo de cambio reptante de tasa de devaluación diaria preanunciada y

decreciente, por debajo de la inflación pasada, con el objetivo de ir reduciendo gradualmente la devaluación nominal y, por ende, la inflación. Este proceso culminó con la adopción de un tipo de cambio fijo en junio de 1979, cuando la inflación aún se empinaba a 39% al año.

La mantención de un tipo de cambio real estable se volvió incompatible con el uso del tipo de cambio como ancla nominal de los precios, especialmente en condiciones de indexación de salarios y contratos financieros a la inflación pasada y una fuerte expansión del crédito privado. La consecuencia fue una apreciación insostenible del tipo de cambio real.

El resultado de esta política cambiaria y la liberalización financiera, (que no fue complementada con regulación y supervisión apropiadas), en un entorno de abundante liquidez en los mercados de capitales externos, fue un sobreendeudamiento masivo, la toma de riesgos excesivos por parte del sector privado y crecientes déficit en cuenta corriente, llegando a superar el 10% del producto en 1981. El deterioro del entorno externo a comienzos de los ochenta, que siguió al alza abrupta de las tasas de interés en Estados Unidos, desencadenó en Chile, al igual que en muchas economías de la región, una profunda crisis macro-financiera. Esta se tradujo en una intensa recesión, con caídas del producto de 13.4% en 1982 y 3.5% en 1983, el abandono del tipo de cambio fijo, la suspensión del pago de la deuda externa, la quiebra de casi todo el sistema financiero nacional, la inconvertibilidad del peso, la imposición de controles al capital y la adopción de un programa de ajuste con el FMI.³⁰ Así, se repetía la experiencia de 1931-32.

Al Banco Central de Chile le correspondió un rol central en la intervención de la banca privada y su posterior reconstrucción, proceso que duró hasta fines de la década de los ochenta. Para el saneamiento del sistema financiero, el Gobierno compró la cartera morosa de las instituciones financieras, pagándolas a su valor par con bonos

³⁰ Caprio y Klingebiel (2003) estiman el costo de la crisis en alrededor de 40% del PIB, calificándola como una de las crisis financieras más costosas que ha habido en el mundo de acuerdo con su metodología. Sanhueza (1999) estima el costo de la crisis en alrededor de 35.2% del PIB.

del Banco Central, mientras que este último adquirió la deuda externa (privada), producto del rescate de los bancos comerciales. Como resultado de todo esto el Banco Central sufrió grandes pérdidas: solo en 1985 las pérdidas de la crisis alcanzaron al 7.8% del producto. Además, como resultado de la crisis se volvió a los déficit fiscales entre 1982 y 1986, mientras la inflación volvió a elevarse a niveles cercanos a 20%, después de haber llegado a 9.5% en 1981.

A partir de mediados de los ochenta, y una vez superada la crisis y saneado el sistema financiero, la economía volvió a recuperar altas tasas de crecimiento, logrando un promedio anual de 6.5% entre 1986 y 1988, mientras los déficit fiscales se transformaron en superávit a partir de 1987. Sin embargo, la inflación se mantuvo en niveles anuales de dos dígitos (alrededor de 20%) hasta comienzos de los años noventa.

Así, después de 1985, las principales preocupaciones de las autoridades consistieron en restablecer el orden en las cuentas fiscales, normalizar los pagos externos, reconstruir el sistema financiero y evitar una aceleración de la inflación. Pero fue solo hacia fines de los ochenta, con el restablecimiento permanente del orden en las cuentas fiscales, la creciente robustez del sistema financiero y la creación de un Banco Central autónomo, que se pudo comenzar a avanzar en forma más definitiva en el control de la inflación.

IV. EL BANCO CENTRAL AUTÓNOMO: LOGROS Y DESAFÍOS

La historia económica chilena, con altos déficit fiscales hasta mediados de los setenta, derivó en inflaciones altas y de gran volatilidad. Esto último promovió la proliferación de mecanismos de indexación, creados por los agentes para protegerse de las sorpresas inflacionarias, originando con esto también una alta inercia inflacionaria que transformó la inflación en un fenómeno permanente, incluso cuando en la segunda mitad de los setenta ya se habían eliminado los déficit fiscales. Pero los intentos de estabilización en una economía muy indexada creaban grandes desalineamientos en los precios relativos y/o altos costos reales, los que terminaban por hacerlos fracasar. Fueron estos

factores los que motivaron cambios institucionales en la banca central (como también en las finanzas públicas) para facilitar el logro de la estabilidad.

Para que un banco central pueda cumplir en forma más eficiente con el objetivo de estabilidad de precios de manera permanente, se requiere proteger a la autoridad monetaria de presiones asociadas a los ciclos políticos, que la tientan a buscar reducciones temporales en el desempleo con una política monetaria expansiva, que terminará, más temprano que tarde, en una aceleración de la inflación. La tentación para las autoridades políticas es grande, dado que las políticas monetarias expansivas se reflejan primero en la actividad y después en la inflación, pagándose los costos a futuro, ya sea con menos crecimiento y más desempleo, o cuando la presión política obliga a introducir programas de ajuste para reducir la inflación. Para resolver esta tentación real de aplicar políticas expansivas con beneficios de corto plazo y altos costos de mediano y largo plazo, en los últimos quince años se ha innovado creando bancos centrales autónomos con el mandato claro de lograr una inflación baja y estable y con un consejo directivo independiente del Gobierno. Este es el mandato que confiere la Ley Orgánica Constitucional al Banco Central de Chile.

Aunque la autonomía le fue conferida al Banco Central en diciembre de 1989, la preparación del proyecto de ley correspondiente proviene de mucho antes. Los pasos iniciales se encuentran en el ordenamiento de las funciones del Banco Central desde 1975 en adelante. Este ordenamiento hizo posible que en 1975 se reformara la ley orgánica del Banco Central de Chile, prohibiéndole, como fue mencionado en la sección III, la concesión de nuevo financiamiento tanto al sector público como al sector privado no financiero. Esta reforma permitió al Banco Central desvincularse del financiamiento fiscal y de otorgar crédito indiscriminado al sector privado, permitiéndole concentrarse en su función propia: la estabilidad macroeconómica y financiera. Sin embargo, en términos de la dependencia, se confirmó su subordinación al Gobierno, el establecer al Consejo Monetario (conformado por ministros y otras autoridades designadas por el Presidente) como su órgano superior.

El siguiente paso lo dio la Constitución Política de 1980, que define al Banco Central como “un organismo autónomo con patrimonio propio, de carácter técnico” (art. 108), aunque deja a una futura ley orgánica constitucional la misión de precisar las connotaciones de esa autonomía, así como sus funciones y atribuciones. A su vez, la nueva Constitución establece que las nuevas operaciones del Banco Central deben establecerse solo con instituciones financieras, y que ningún gasto público o préstamo podrá financiarse con créditos directos o indirectos del Banco Central, salvo en caso de guerra (art. 109).

Los primeros esbozos de la nueva ley orgánica del Banco Central de Chile datan de comienzos de los ochenta, cuando en Chile regía un tipo de cambio fijo, cuyo requisito indispensable era la limitación de la expansión del crédito interno por parte de la autoridad monetaria. Se pensó entonces en instituir, mediante una nueva ley orgánica, un régimen monetario de caja de conversión. Sin embargo, luego de la crisis financiera de 1982-83, las autoridades entendieron que una economía pequeña, abierta y altamente dependiente de la variación de los precios de las materias primas estaba expuesta a variaciones significativas en el tipo de cambio real de equilibrio y, por lo tanto, exigía un régimen cambiario más flexible, con más autonomía para administrar la política monetaria.

De este modo, a comienzos de 1986 se reunió por primera vez la comisión designada por el Banco Central de Chile para preparar un nuevo y definitivo proyecto de ley destinado a establecer un banco central autónomo.³¹ La fórmula escogida fue un Banco Central gobernado por un consejo de cinco miembros, designados por el Presidente de la República con aprobación del Senado, que sirven por períodos de diez años, siendo virtualmente inamovibles y renovables escalonadamente (un miembro cada dos años). A su vez, el Consejo no está sujeto a instrucciones de ningún poder del Estado y es, en ese sentido, genuinamente autónomo. Además, el cargo de consejero es incompatible con otras funciones en los sectores público o privado, excepto las académicas. El modelo adoptado fue similar al de otros tres grandes bancos centrales independientes en ese entonces (Alemania, Estados Unidos y Suiza).

El objetivo del Banco Central de Chile fue definido en forma precisa de manera de facilitar su evaluación y evitar su injerencia en otras áreas de la política económica. Siguiendo el modelo alemán, el mandato del Banco Central de Chile fue definido como “velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos” (Ley Nº 18.840, art. 3).³² En el debate legislativo del proyecto se dejó en claro que esa misión se interpretaba como procurar la estabilidad del nivel de precios y evitar una crisis del sistema financiero o de la balanza de pagos.

La comisión a cargo del proyecto terminó su trabajo en 1987 y, luego de un prolongado trayecto a través de los poderes Ejecutivo y Legislativo, la ley fue publicada en octubre de 1989 y entró en vigencia en diciembre del mismo año.

Tres aspectos cruciales destacaron en el debate del proyecto: (i) la coordinación entre el Banco Central de Chile y el Gobierno; (ii) el ámbito de las atribuciones del Banco Central de Chile y (iii) la responsabilidad pública del organismo emisor. En cuanto a la coordinación entre el Banco Central de Chile y el Gobierno, se establecieron ciertos mecanismos de información recíproca. Por ejemplo, el Ministro de Hacienda asiste a las sesiones del Consejo del Banco, con derecho a voz y a la suspensión, hasta por quince días, de sus resoluciones, para una segunda discusión (salvo insistencia del Consejo por unanimidad).

Por otra parte, el ámbito de acción del Banco Central de Chile se restringió principalmente a lo monetario, a través de operaciones de mercado abierto, el uso limitado de encajes y de operaciones cambiarias. Adicionalmente, se le concedieron facultades para dictar ciertas regulaciones financieras y de cambios internacionales y, bajo circunstancias excepcionales,

³¹ La comisión la integraron Alfonso Serrano (vicepresidente del BCCh), José Antonio Rodríguez (fiscal del BCCh), Juan Andrés Fontaine (director de Estudios del BCCh) y, como miembros externos, Jorge Cauas (ex Ministro de Hacienda y ex vicepresidente del BCCh, quien coordinó la comisión) y Enrique Barros (abogado).

³² La ley orgánica anterior del BCCh declaraba como objetivo “propender al desarrollo ordenado y progresivo de la economía nacional”.

imponer restricciones a ciertos pagos internacionales y movimientos de capitales.

En relación con la responsabilidad pública, la Ley estableció ciertas condiciones de transparencia para hacer a la opinión pública juez de su desempeño. Por ejemplo, el Banco Central de Chile debe informar al Gobierno y el Senado de sus planes y resultados.

Cabe destacar que los objetivos planteados en la nueva institucionalidad del Banco Central de Chile —velar por la estabilidad de precios y de los pagos internos y externos— son similares a los que se han fijado a otros bancos centrales en el mundo. Esto, por cuanto varios factores han llevado a que, desde la década de los ochenta, los países hayan comenzado a plantear como el objetivo prioritario de la política monetaria el logro y mantenimiento de una inflación baja y estable. Los factores más importantes son: primero, la creciente evidencia teórica y empírica de que el intento de reducir en forma permanente el desempleo mediante políticas monetarias expansivas ocasiona, inevitablemente, una aceleración de la inflación sin un efecto permanente en la tasa de desempleo. Segundo, la creciente aceptación de que los agentes económicos forman sus expectativas tomando en cuenta el curso futuro esperado de las políticas económicas, corrigiendo la noción de que los agentes se podían equivocar sistemáticamente. En estas circunstancias, los beneficios de lograr menor desempleo con mayor inflación se esfuman en el mediano y largo plazo. Y tercero, el amplio consenso logrado entre los economistas en cuanto a que la estabilidad macroeconómica es un prerrequisito para el crecimiento económico sostenido y, por ende, que la mejor contribución que puede hacer la política monetaria para influir en el crecimiento de largo plazo es ayudar a lograr y mantener una inflación baja y estable.

Cuando comenzó a operar el Banco Central autónomo, la inflación en Chile bordeaba el 30% anual y, para lograr reducirla, el Banco se planteó metas inflacionarias anuales, las que iba reduciendo año a año, utilizando la tasa de interés como el principal instrumento de control de la inflación. Empezaba así a gestarse lo que con el tiempo evolucionó a lo que hoy se conoce como un esquema de metas de inflación, el que Chile implementó en

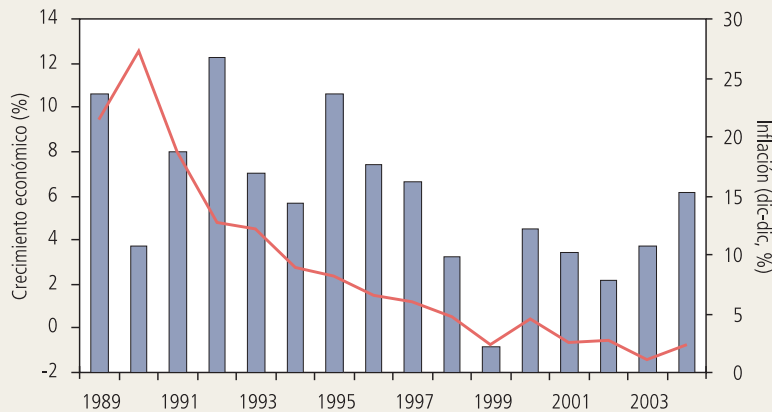
forma plena recién a fines de 1999, al anunciar una meta permanente centrada en 3% anual con un rango de +1% y adoptar un esquema de flotación cambiaria. En este esquema de política monetaria, la inflación proyectada para seis a ocho trimestres en el futuro se restringe a que converja al centro del rango meta. El régimen de metas de inflación demoró algún tiempo en desarrollarse, por cuanto en sus primeros años de autonomía, el Banco Central perseguía varios objetivos. Por ejemplo, durante la década pasada el Banco operaba una banda cambiaria, que sufría de grandes modificaciones, para intentar estabilizar el tipo de cambio real, política que fue complementada con controles de capitales y la acumulación de reservas esterilizadas que intentaron suavizar la apreciación cambiaria durante ese período.³³ Además, el Banco mantenía como uno de sus objetivos evitar déficit en cuenta corriente por encima de una cierta fracción del PIB.

El esquema de política monetaria de metas de inflación fue introducido a comienzos de los noventa en algunos países industrializados, con el objetivo de primero reducir y después mantener la inflación a un nivel bajo y permanente, siendo Chile pionero entre los países emergentes al adoptarlo, en forma parcial, en enero de 1991. En este esquema —una innovación a nivel mundial de los últimos quince años— el ancla para la inflación es el objetivo inflacionario, públicamente anunciado, al cual debe converger la inflación en el horizonte de política y el principal instrumento utilizado para lograrlo tiende a ser la tasa de interés.

Aunque la credibilidad del esquema depende del poder y de la determinación del Banco Central para orientar la política monetaria hacia el logro del objetivo anunciado, la efectividad del mismo depende del orden en las cuentas fiscales y de que exista un sistema financiero sólido. El país así lo ha entendido y hoy las instituciones públicas trabajan coordinadamente para mantener la estabilidad macroeconómica que nos fue tan esquiva por décadas. La regla de superávit fiscal estructural, sustancial en 2001, contribuye de manera significativa a este propósito, pero han ayudado también significativamente las políticas de

³³ Vergara (1994) y Morandé y Tapia (2002) analizan la política cambiaria seguida en Chile durante los noventa.

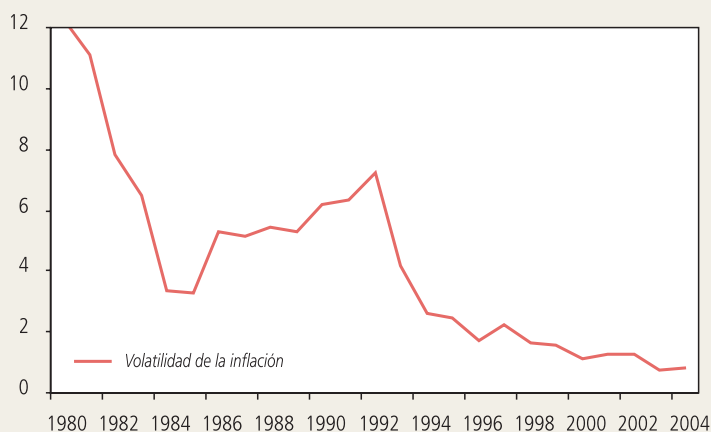
Inflación IPC y Crecimiento del PIB Real (1989-2004)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 8

Volatilidad de la Inflación IPC^a (1980-2004)



Fuente: Banco Central de Chile.

a. Corresponde a la desviación estándar del promedio móvil de la tasa de inflación anual de 5 años.

superávit fiscal y de construcción de un sistema bancario seguro y sólido, amparado en regulación y supervisión apropiadas, a partir de la segunda mitad de los años ochenta.

El esquema de política monetaria de metas de inflación, adoptado progresivamente desde 1991, ha permitido al país reducir en forma continua la tasa de inflación,

desde un promedio anual de 12.1% en el período 1991-95, a 4.8% en 1996-2000, y a 2.2% en 2001-04. En paralelo, durante estos períodos, el crecimiento económico promedio fue de 8.7%, 4.2% y 3.9%, respectivamente (gráfico 7). Cabe destacar que el entorno externo que enfrentó el país a partir de 1998, fue mucho peor que el de los años previos, a raíz de la crisis asiática de 1997, sus posteriores réplicas en otras regiones y otros choques adversos —Rusia 1998, Brasil 1999, burbuja de las empresas punto-com en 2000, y Argentina 2001. Por otra parte, las condiciones externas mejoraron sustancialmente a partir de 2003, contribuyendo, junto a una política monetaria acomodativa, a un elevado crecimiento en 2004-05, en condiciones de mantención de la estabilidad de precios. Así, se puede concluir que el país ha logrado reducir la inflación a niveles similares a la de los países industriales, sin grandes costos en términos de actividad y empleo, y disminuyendo también en el proceso la volatilidad tanto de la inflación como del producto (gráficos 8 y 9). Para esto ha sido fundamental la reputación que ha ido ganando el Banco Central de Chile, gracias al éxito en cuanto a alcanzar las metas de inflación propuestas para cada año (gráfico 10). Esto ha permitido que los agentes de la economía fijen sus expectativas coordinadamente con la meta de inflación anunciada por el Banco Central de Chile, de manera de que se minimizan las sorpresas de precios que tienen efectos reales en la economía.

Hoy, Chile tiene un esquema de política monetaria de metas de inflación pleno, probado y creíble, que incluye un tipo de cambio flotante con un mercado cada vez más profundo para cubrir riesgos cambiarios. Además, el país tiene sus cuentas fiscales en orden, un sistema financiero robusto y un alto grado de integración a los mercados internacionales de bienes y de capitales. Estos logros han estado amparados en los avances mundiales en la teoría y la

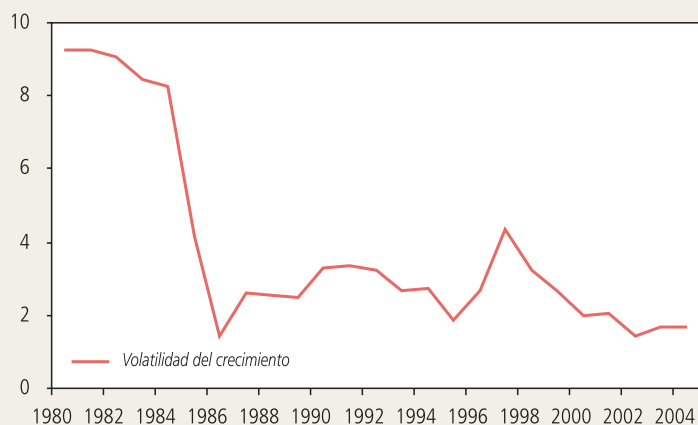
práctica de la política monetaria, y en el desarrollo institucional interno que ha permitido construir cuentas fiscales sólidas, un banco central autónomo y un sistema financiero robusto. Como resultado de esto, Chile está mejor preparado que en otros momentos de su historia para enfrentar choques, tanto internos como externos, al disponer de una política monetaria que constituye una efectiva herramienta anticíclica.

Sin embargo, el entendimiento de los mecanismos de transmisión y de la efectividad de la política monetaria es un proceso continuo. Desde el punto de vista de la conducción de la política monetaria, entre los temas más importantes a investigar se encuentran los siguientes:³⁴

Implicancias de la incertidumbre en todas las dimensiones que afectan a la toma de decisiones de política monetaria

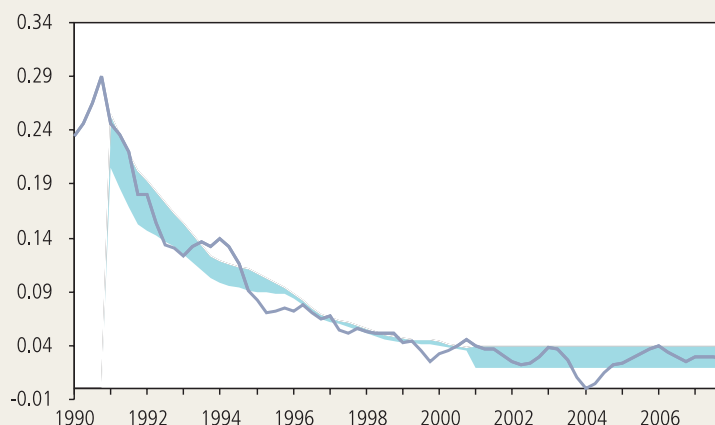
En Chile –al igual que en todos los países del mundo– la política monetaria está condicionada a varias fuentes de gran incertidumbre. A la incertidumbre clásica sobre la oportunidad y la calidad de los datos estadísticos, se agrega el conocimiento imperfecto sobre la naturaleza y persistencia de los choques que afectan a nuestra economía, la incertidumbre sobre la relevancia de los modelos que utilizamos y, en último término, el valor de los parámetros de los mismos. ¿Justifica esta incertidumbre general, enfrentada por los bancos centrales del mundo, reacciones de política más pausadas frente a choques a la inflación o al producto? ¿Cómo se deben ponderar las proyecciones disímiles, provenientes de modelos distintos, en la toma de decisiones de política? Estas y otras interrogantes derivadas de la incertidumbre que enfrenta la

GRÁFICO 9
Volatilidad del Crecimiento del PIB Real^a
(1980-2004)



Fuente: Banco Central de Chile.
a. Corresponde a la desviación estándar del promedio móvil del crecimiento del PIB real de 5 años.

GRÁFICO 10
Inflación Meta e Inflación Efectiva
(1990-2007)



Fuente: Banco Central de Chile.

economía llevan a la necesidad de invertir fuertemente en mejorar datos, modelos, proyecciones e investigación económica, una tarea en la que el Banco Central de Chile compromete importantes esfuerzos.

³⁴ Para mayor detalle, ver Corbo (2005d).

Supuestos alternativos para las proyecciones y la comunicación pública de la tasa de interés de política monetaria y el tipo de cambio

En las proyecciones sobre el curso futuro del mercado y la inflación, el Banco Central ha pasado de aplicar una tasa de política monetaria futura fija, a una proyección de tasas futuras coherentes con una ecuación de reacción de política monetaria, que es parte del modelo utilizado para las proyecciones de inflación y crecimiento. Para el tipo de cambio real, cuando se considera que este no está muy alejado de los valores estimados de su nivel de equilibrio, el Banco Central utiliza actualmente el supuesto de que el tipo de cambio real de largo plazo será igual al promedio observado durante los últimos quince días antes de la fecha de cierre de las proyecciones. En la comunicación pública se entregan escenarios posibles para la evolución futura de estas variables. A la luz de nuestra propia experiencia y la de otros bancos centrales, se debe evaluar la conveniencia de supuestos alternativos y las ventajas de la eventual comunicación pública de estos supuestos.

Rango y horizonte de la meta de inflación

El Banco Central tiene una meta para la inflación del IPC de 3% anual con un rango de +1%, de manera que la inflación se sitúe dentro del rango meta la mayor parte del tiempo. Para que este objetivo tenga una mayor probabilidad de éxito y para anclar las expectativas, la política monetaria se orienta a alcanzar el centro del rango meta (3%), en un horizonte de 12 a 24 meses. El rango meta y la longitud del horizonte de política reflejan que el Banco tolera desviaciones de su rango meta, particularmente cuando estas desviaciones son causadas por choques temporarios de oferta que elevan la inflación medida, y reconoce que existe un conflicto (*tradeoff*) entre la extensión del horizonte de política y la volatilidad del producto y del empleo. Ello plantea varias preguntas: ¿Es óptima la combinación actual del rango de 3% +1% anual y el horizonte de política de 12 a 24 meses? ¿Cuán flexible debería ser la extensión del horizonte de política al tipo de choques (temporarios o persistentes, de oferta o de demanda)? ¿Conviene revisar la extensión del horizonte de política como

una forma de considerar precios de activos o, en general, preocupaciones de estabilidad financiera en la conducción de la política monetaria?

Medición e implicancias de las expectativas de inflación

De todos los esquemas monetarios, el esquema basado en metas de inflación es el más sensible a las expectativas privadas de inflación futura, porque esta es la principal ancla de la inflación y, junto a la brecha de capacidad, es también el principal determinante de mediano plazo de la inflación. Además, los bancos centrales no controlan directamente estas expectativas. La inflación deriva de los precios fijados por un elevado número de agentes descentralizados, quienes son muy influenciados en sus acciones por sus expectativas relativas a la inflación agregada futura. Partiendo de este reconocimiento, el Banco Central asigna un gran peso a las medidas directas de expectativas de inflación y a la compensación inflacionaria determinada por las diferencias entre tasas de interés nominales e indexadas. Aquí surgen varias preguntas que interesan al Banco: ¿Cuál es la mejor manera de extraer el componente de expectativas de inflación de las medidas de compensación inflacionaria? ¿Por qué existe una aparente sobre-reacción de expectativas y compensaciones inflacionarias a choques puntuales? ¿Cuál es el horizonte de expectativas y compensaciones más relevante para las decisiones de gasto del sector privado y para las decisiones de política?

Horizonte de política y respuesta a choques de oferta

El clásico dilema para la política monetaria en respuesta a choques de oferta en general, y a un choque del precio del petróleo en particular, se está viviendo durante estos días y meses, en todo el mundo y en Chile. Así, el actual choque petrolero ha significado registrar las tasas más altas de inflación total observadas en muchos años. En el caso de Chile, este choque es el determinante principal del aumento de la inflación a 3.9% en los doce meses a septiembre del 2005, en la Zona Euro a 2.6% y en Estados Unidos a 4.7% en el mismo período. Abstrayéndose de la incertidumbre respecto

de la persistencia del choque, ¿corresponde reaccionar al mismo? La posición común de los bancos centrales que utilizan un esquema de metas de inflación, es que la política monetaria no responda (mayormente) a los efectos directos o de primera vuelta del choque del petróleo. Pero sí responde si el choque tiene efectos indirectos o de segunda vuelta sobre los precios de otros bienes, por razones de traspaso de los mayores costos de producción, que amenacen con alejar la inflación proyectada del centro del rango meta en el horizonte de política. También puede responder la política monetaria si el choque desancla las expectativas de inflación a más de un año en el horizonte de política. Sin embargo, estas respuestas generales son matizadas por la intensa incertidumbre — observada tanto en Chile como en el resto del mundo— respecto de la persistencia del choque, sus consecuencias reales y la magnitud de sus efectos indirectos y de segunda vuelta.

Respuesta óptima a choques cambiarios

Consideraciones similares a las anteriores se aplican a la respuesta óptima de política monetaria a choques del tipo de cambio. En general, en su conducción de la política monetaria, el Banco Central no reacciona al tipo de cambio más allá de sus efectos sobre la inflación y el producto. Ello responde a la favorable respuesta de la economía chilena a la mayor volatilidad cambiaria que se observa desde fines de los años noventa. Primero, ha disminuido significativamente el coeficiente de traspaso de devaluación cambiaria a inflación en Chile, a valores en un rango de 20 a 30% en el horizonte de política. Segundo, el descalce de monedas ha disminuido en las empresas no financieras, las cuales, a su vez, se están cubriendo contra los riesgos cambiarios residuales generados por la volatilidad cambiaria de corto plazo, en un mercado cada vez más profundo. Por último, el Banco Central se reserva la opción de intervenir directamente en el mercado cambiario, con operaciones esterilizadas y en condiciones públicamente anunciadas, si estimare que las condiciones de volatilidad o desalineamiento cambiario temporal así lo justifican.

La principal tarea de un Banco Central es contribuir a la estabilidad macroeconómica y en ese aspecto se ha logrado, en los últimos cinco años, mantener la

estabilidad de los precios y de los pagos externos e internos, objetivos que nos fueron muy esquivos por más de setenta años. Es a través de esta estabilidad que el Banco Central facilita el crecimiento del país. Esto, por cierto, no lo sabíamos hace treinta años.

Pero no basta con haber alcanzado esta estabilidad: se debe poner todo el esfuerzo en mantenerla y consolidarla, fortaleciendo y perfeccionando el marco institucional de manera que no se vuelva a los vicios del pasado que, como bien sabemos, son de fácil gestación y muy difícil solución.

El Banco Central de Chile, al dar cabal cumplimiento a su mandato de alcanzar y mantener la estabilidad de precios y del sistema de pagos, contribuye de manera fundamental a la estabilidad macroeconómica del país, que es una condición necesaria para alcanzar tasas de crecimiento altas y sostenidas que permitan, a su vez, mejorar los estándares de vida de la población, especialmente de los más necesitados.

REFERENCIAS

- Banco Central de Chile (2005). *La Emisión de Dinero en Chile; Colección de Monedas y Billetes del Banco Central de Chile*. Banco Central de Chile.
- Caprio, G. y D. Klingebiel (2003): “Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises.” Base de datos del Banco Mundial, disponible por Internet en: <http://econ.worldbank.org/view.php?id=23456>. Banco Mundial, Washington DC.
- Corbo, V. (2005a). “El Banco Central y la Política Monetaria en Chile: Síntesis de Ochenta Años de Existencia.” Discurso pronunciado en la Cena de Gala ofrecida con motivo del Octogésimo Aniversario del Banco Central de Chile. Disponible en www.bcentral.cl.
- Corbo, V. (2005b). “Los Ochenta Años del Banco Central de Chile.” Discurso pronunciado con motivo de la inauguración de la Exposición de la Colección de Monedas y Billetes del Banco Central de Chile, en el Museo de Bellas Artes de Santiago. Disponible en www.bcentral.cl.
- Corbo, V. (2005c). “Ochenta Años de Vida del Banco Central de Chile.” Columna de opinión, *El Mercurio*, 21 de agosto. Disponible en www.bcentral.cl.
- Corbo, V. (2005d). “Política Monetaria bajo Metas de Inflación en Chile y en el Mundo.” Discurso pronunciado en la inauguración de la novena conferencia anual del Banco Central de Chile “Política Monetaria bajo Metas de Inflación.” Disponible en www.bcentral.cl.

- Corbo, V. y S. Fischer (1994). "Lessons from the Chilean Stabilization and Recovery." En *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges*, editado por B. Bosworth, R. Dornbusch y R. Labán. Washington DC, EE.UU.: Brookings Institution.
- Díaz, J., R. Lüders y G. Wagner (2003). *La República en Cifras: Chile 1810-2000*. Manuscrito para presentación al Comité Editorial de la serie "Análisis y Políticas Económicas," Banco Central de Chile.
- Fetter, F. (1937). *La Inflación Monetaria en Chile*, Universidad de Chile.
- Lüders, R. (1968). *A Monetary History of Chile*. Tesis de doctorado sin publicar, University of Chicago, Chicago, IL, EE.UU.
- Marshall, J. (1985). "El Banco Central de Chile en el Período 1950-70." *Estudios Monetarios VIII*, Banco Central de Chile, abril.
- Millar, R. (1994). *Políticas y Teorías Monetarias en Chile: 1810-1925*. Universidad Gabriela Mistral, Santiago, Chile.
- Morandé, F. y M. Tapia (2002). "Política Cambiaria en Chile: El Abandono de la Banda y la Experiencia de Flotación." *Economía Chilena* 5(3): 67-93.
- Ossa, F. (1993). "La Creación del Banco Central de Chile en 1925: Antecedentes Previos y los Primeros Años de Operación." *Estudios de Economía* 20(5): 69-101.
- Sanhueza, G. (1999). "La Crisis Financiera de los Años 80 en Chile: Análisis de sus Soluciones y su Costo." *Economía Chilena* 2(1): 43-68.
- Subercaseaux, G. (1922). *Monetary and Banking Policy of Chile*. Carnegie Endowment for International Peace, Oxford, Reino Unido: Clarendon Press.
- Vergara, R. (1994). "Política Cambiaria en Chile: La Experiencia de una Década (1984-94)." *Estudios Públicos* N°56: 85-112, Centro de Estudios Públicos, Santiago, Chile.