

# 25 Años de Autonomía del Banco Central de Chile

Alberto Naudon D.  
Luis Álvarez V.

editores



Banco Central de Chile / Central Bank of Chile

# 25 AÑOS DE AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

Editores:

Alberto Naudon D.

Luis Álvarez V.

Banco Central de Chile  
Santiago, Chile

Copyright © Banco Central de Chile 2016  
Agustinas 1180  
Santiago, Chile  
Todos los derechos reservados  
Publicado en Santiago, Chile, por el Banco Central de Chile  
Elaborado en Chile

Ninguna parte de esta publicación puede ser reproducida, presentada en un sistema de información, transmitida en forma alguna o por cualquier medio, electrónico, mecánico o de otro tipo, sin la autorización expresa del publicador.

ISBN (versión impresa) 978-956-7421-54-1  
ISBN (versión digital) 978-956-7421-55-8

ISSN 0717-6686 (Serie Banca Central, Análisis y Políticas Económicas)

## **25 Años de Autonomía del Banco Central de Chile**

*Editores:*

Alberto Naudon D.  
Luis Álvarez V.

*Coordinación general:*

Luis Álvarez V.

*Coordinación, investigación y recopilación de imágenes:*

Solange Bustamante M.

*Diseñadora:*

Maru Mazzini

*Corrección de pruebas:*

Dionisio Vio

*Impresión:*

Andros Impresores

# CONTENIDOS

## **I.- PRESENTACIÓN DEL LIBRO**

“25 Años de Autonomía del Banco Central de Chile”

*Alberto Naudon*

Gerente División Estudios, Banco Central de Chile

## **II.- CAPÍTULO I**

La independencia del Banco Central de Chile: los años iniciales

*Andrés Bianchi L.*

Presidente del Banco Central de Chile, 1989-1991

## **III.- CAPÍTULO II**

Presentación realizada en la Conferencia sobre los 25 años de autonomía del Banco Central de Chile

*Roberto Zahler M.*

Presidente del Banco Central de Chile, 1991-1996

## ANEXO 1

Noticias en medios de comunicación sobre los inicios de la autonomía

## ANEXO 2

Fotografías de eventos del Banco Central de Chile de los Presidentes de la autonomía entre los años 1989 al 2003

## **IV.- CAPÍTULO III**

Presentación realizada en la Conferencia sobre los 25 años de autonomía del Banco Central de Chile

*Carlos Massad A.*

Presidente del Banco Central de Chile, 1996-2003

## **V.- CAPÍTULO IV**

Algunas reflexiones sobre mi período en la Presidencia del Banco Central de Chile

*Vittorio Corbo L.*

Presidente del Banco Central de Chile, 2003-2007

## **VI.- CAPÍTULO V**

A 25 Años de la autonomía del Banco Central: Algunas lecciones de política

*José De Gregorio R.*

Presidente del Banco Central de Chile, 2007-2011

## **VII.- CAPÍTULO VI**

Política monetaria en tiempos complejos

*Rodrigo Vergara M.*

Presidente del Banco Central de Chile desde 2011.

### ANEXO 3

Fotografías de eventos del Banco Central de Chile de los Presidentes de la autonomía entre los años 2003 y 2014

### ANEXO 4

Fotografías de autoridades durante los 25 años de autonomía del Banco Central de Chile

1. Consejeros en los 25 años de autonomía
2. Consejos en los 25 años de autonomía
3. Presidentes de la República en el Banco Central de Chile durante los 25 años de autonomía

### ANEXO 5

Noticias en medios de comunicación sobre el primer *Informe de Política Monetaria* de mayo 2000 y del primer *Informe de Estabilidad Financiera* de agosto 2004

### ANEXO 6

Principales hitos y modificaciones de la estructura interna del BCCh, 1989-2014

### ANEXO 7

Listado de autoridades del Banco Central de Chile entre los años 1989 y 2014

1. Estructura del Consejo del Banco Central de Chile
2. Autoridades del Banco Central de Chile, 1989-2014

# I. PRESENTACIÓN DEL LIBRO

“25 AÑOS DE AUTONOMÍA  
DEL BANCO CENTRAL DE CHILE”

**Alberto Naudon D.**

*Gerente División Estudios del Banco Central de Chile*

Cuando a mediados de los noventa tomé mis primeros cursos de monetaria, la autonomía del Banco Central ya era parte fundamental del paisaje económico de Chile. Para ese entonces, como había señalado Roberto Zahler algunos años antes al asumir la presidencia del Banco Central, ya se observaba “entre los especialistas de las más diversas inclinaciones ideológicas un creciente acuerdo acerca de la conveniencia de disponer de un Banco Central autónomo”<sup>1</sup>. Así, el nuevo arreglo institucional, propuesto en la Constitución de 1980, pero implementado recién en las postrimerías del régimen militar, emergía como la manera más apropiada de eliminar la subordinación de la política monetaria al ciclo político y de corregir los incentivos que enfrentaban las autoridades del ente emisor, entregándoles, a la vez, el grado de discrecionalidad necesario para suavizar el impacto de los distintos *shocks* que periódicamente golpean a la economía.<sup>2</sup>

Mirando hacia atrás, la verdad es que no deja de ser sorprendente la rapidez con que se reconocieron las bondades de un cambio tan radical a una pieza clave de la institucionalidad económica. Mal que mal, por años el Banco Central había funcionado como un departamento del Ministerio de Hacienda, de modo que la nueva legislación obligó al ejecutivo a ceder una importante cuota de poder. Adicionalmente, existían importantes dudas respecto de cómo se solucionarían los problemas de coordinación entre autoridades económicas, problemas que para varios analistas eran inherentes al nuevo sistema. Adicionalmente, existían aprensiones sobre la capacidad para exigir responsabilidades a autoridades no electas y que gozaban de un alto grado de independencia y de amplias atribuciones<sup>3</sup>. Sin embargo, para mediados de los noventa, el buen desempeño de la economía, la reducción gradual, pero continua de la tasa de inflación y la capacidad para sortear con éxito los efectos negativos de la crisis del Tequila, habían legitimado una institución que en sus inicios parecía más bien uno más de los cerrojos de una transición pactada. Todavía había

Agradezco los comentarios de Sebastián Claro, Pablo García y Rodrigo Vergara a una versión anterior de esta presentación.

1. Zahler (1991). El comentario de Zahler es particularmente interesante, ya que él había mostrado gran preocupación por las posibles consecuencias negativas del proyecto de autonomía (Zahler, 1989).

2. Detalles de la discusión previa, implementación, así como una evaluación inicial de la autonomía se encuentran, entre otros, en Bianchi (2008), Corbo y Hernández (2005), De Gregorio (2008), Eyzaguirre y Vergara (1993), Fontaine (2000) y Rosende (1993).

3. Cómo señala Andrés Bianchi en su capítulo de este libro, incluso después de los acuerdos alcanzados entre el General Pinochet y la Concertación para el nombramiento del primer Consejo del Banco, permanecía la idea de que era necesario introducir modificaciones importantes a la ley de autonomía.

que recorrer un largo y a ratos complejo camino antes de consolidar el actual esquema de metas de inflación, pero después de varias décadas marcadas por una inflación rebelde y por múltiples intentos fracasados por controlarla, parecía que, de la mano de un modelo institucional que no solo funcionaba, sino que parecía teóricamente correcto y que era adoptado crecientemente por más países, la esquiiva estabilidad de precios se hacía realidad. En palabras del primer Presidente del Banco Central autónomo, Andrés Bianchi, “la ilegitimidad de origen que entonces afectaba a la autonomía ha sido reemplazada por una sólida y ampliamente compartida legitimidad de ejercicio”.

Hoy, casi tres décadas después de esa intensa discusión, la independencia del Banco Central parece todavía más obvia que antes. Pero como dicen que lo obvio por obvio se calla y por callado se olvida, es valioso recordar las vicisitudes y lecciones que han marcado el camino recorrido. Es por eso, que con ocasión del aniversario vigésimo quinto de la autonomía, el Banco Central de Chile organizó una conferencia en la que se les pidió a los seis Presidentes que ha tenido el Banco en estos años que contaran los principales aspectos de sus mandatos. Este libro incluye esas intervenciones. Con él esperamos contribuir a que no se materialice el temor expresado por Carlos Massad, quien señaló que, tras años de inflación baja y estable, era probable que a “las nuevas generaciones les costará apreciar los sentimientos de los banqueros centrales y del Banco Central que vivieron durante su mandato la victoria en una batalla contra la inflación, que duró un siglo”.

A lo largo del libro encontrarán recuerdos, anécdotas y sobre todo buenas lecciones de macroeconomía contadas de primera fuente por sus protagonistas, relatos que dan cuenta de los distintos desafíos que cada Presidente enfrentó. Pero hay un aspecto que subyace a las particularidades de cada período y que creo es un tema de gran actualidad. Me refiero a cómo una institución que nace de la desconfianza se transforma al cabo de 25 años, en una de las instituciones más confiables del país. A riesgo de simplificar, voy a sintetizar en cuatro puntos los elementos que ayudaron a este logro y que, de uno u otro modo, están presentes en los distintos capítulos que componen este libro.

En primer lugar, la historia del Banco muestra que el manejo técnico y la política no se contraponen necesariamente, pero que es importante contar con mecanismos que generen los incentivos adecuados. Desde



sus inicios se intentó que la composición del Consejo representara las diferentes sensibilidades políticas del país, una tradición que se ha mantenido en el tiempo, sin desmedro de un estricto apego a la misión establecida en la Constitución de ser un organismo de carácter técnico. Varios elementos han contribuido a esto. En primer lugar, ha sido clave la forma en que se eligen los miembros del Consejo, el período de duración de sus cargos y el convencimiento de que, más allá de las convicciones ideológicas de cada uno, deben tener las competencias técnicas adecuadas. En segundo lugar, la claridad de objetivos y tareas que la ley asigna al Banco Central ha contribuido enormemente a delimitar sus responsabilidades y el campo de acción de la institución, disminuyendo la posibilidad de colisión con otros organismos del Estado<sup>4</sup>. Por último, pero no por eso menos relevante, el especial cuidado que el Consejo ha tenido en separar sus funciones de las del *staff*, el que nunca ha perdido su carácter de asesor técnico, ha generado un ambiente de trabajo sin fracturas de tipo partidista, donde conviven personas de muy distintos pensamientos. Por cierto, esto no implica que no haya habido problemas, presiones y desencuentros con el mundo político, sino que estas han podido ser canalizadas de la manera adecuada<sup>5</sup>.

Un segundo elemento importante de destacar es la seriedad y responsabilidad con que el Banco Central ha enfrentado sus distintos desafíos, lo que, obviamente, no significa que no haya habido errores. A principios de los años noventa había mucho por hacer en materia de control de la inflación, desarrollo del mercado financiero, apertura de la cuenta de capitales, entre otros temas, y la estrategia del Banco fue ir de a poco, tanteando el terreno, aprendiendo de los aciertos y errores y, sobre todo, apoyándose lo más posible en la evidencia empírica relevante y en las mejores prácticas internacionales. Esta forma de enfrentar los desafíos ha sido clave para desarrollar un marco de política monetaria coherente y adecuado a la realidad del país y, recientemente, ha guiado el avance en el área de estabilidad financiera, un tema que irrumpió con fuerza después de la crisis financiera global del 2008,

4. Hoy parece evidente que los bancos centrales tengan objetivos precisos y que la estabilidad de precios tenga un rol central dentro de ellos. Pero esto no fue siempre así, incluso en algunos casos el control de la inflación ni siquiera figuraba dentro de las tareas que la ley encomendaba al banco central (Cukierman, 2008).

5. En estos 25 años han habido tensiones importantes, las que incluso han terminado con la renuncia de dos Presidentes.

pero respecto del cual todavía no es evidente cómo avanzar, tal como señaló en su intervención José De Gregorio, a quien le tocó lidiar con la Crisis Financiera Global y con la necesidad de profundizar en medidas macroprudenciales.

Al contar la historia con la perspectiva que dan los años puede dar la sensación de que los procesos han sido más ordenados y premeditados que lo que en realidad fueron. Pero, por cierto, no es la presencia de un plan maestro ejecutado durante 25 años lo que da cuenta de la resiliencia institucional del Banco, sino más bien su capacidad para aprender de los errores y buscar soluciones. La adopción de un esquema de metas de inflación pleno, a inicio de los dos mil es un buen ejemplo de esto. Desde sus inicios, el Banco decidió usar una meta de inflación como su ancla nominal, lo que para la época era una idea muy novedosa y con pocos precedentes, como recuerda Andrés Bianchi, primer Presidente del Banco Central autónomo. Pero a diferencia del esquema actual, la meta de inflación y el uso de la tasa de interés como instrumento de política monetaria, se combinó con el manejo del tipo de cambio, lo que, en palabras de Roberto Zahler, se debió “a la importancia de ese precio en la estrategia exportadora”, lo que hacía “conveniente dar alguna guía o señal al mercado en cuanto a la mejor estimación de la autoridad monetaria respecto de su valor de equilibrio de largo plazo”. Esto generó una tensión entre el objetivo cambiario y la fijación de la tasa de interés de política que marcaría toda la década de los noventa y que se iría agudizando de la mano de la creciente integración al mercado de capitales internacional. La tensión llegó a su máximo durante la Crisis Asiática, cuando la reversión de flujos de capitales presionó al alza el tipo de cambio, fenómeno que inicialmente se intentó controlar con intervención no esterilizada y luego con un aumento sustancial de la tasa de interés. La combinación de un gran *shock* externo y una política monetaria más restrictiva generó la primera recesión desde los años ochenta, y no pocas críticas al actuar del Banco. La evaluación de esa experiencia llevó a las autoridades a reformar el esquema de política monetaria, lo que resultó en la adopción de un sistema de metas de inflación pleno, incluyendo la libre flotación del peso, la nominalización de la política monetaria, la eliminación de los controles a los flujos de capitales que todavía quedaban e importantes avances en materia de comunicación y transparencia. Estos perfeccionamientos al marco de política han sido claves para enfrentar con éxito el complejo escenario macro que ha

caracterizado a la economía mundial durante los últimos años, ya que, como recuerda el actual Presidente Rodrigo Vergara, este “permite un ajuste rápido de precios relativos a condiciones externas cambiantes y luego la reasignación rápida de recursos”.

En tercer lugar, sobresale el empeño por profesionalizar el proceso de toma de decisiones, esfuerzo que adquirió especial dinamismo durante los últimos años. Esto ha implicado un enorme esfuerzo por desarrollar el capital humano y técnico del Banco, así como por establecer protocolos y procedimientos para la toma de decisiones a los que tanto el Consejo como el *staff* se someten en su labor diaria. Esto es muy importante, ya que, como señala Vittorio Corbo, a quien le tocó asumir la presidencia en un momento particularmente difícil para la institución, para proteger la autonomía y la confianza de la sociedad, no bastan los logros económicos, sino que es necesario poner al Banco Central “a la misma altura que bancos centrales de frontera en materia de gestión, control de riesgos y transparencia”.

Por último, con el tiempo se ha entendido que la transparencia y la buena comunicación con el mercado, y la sociedad en general, son elementos esenciales para el cumplimiento de los objetivos del Banco. Esto es importante por varias razones. Primero, existe amplia evidencia que la efectividad de las políticas requiere en muchas ocasiones que estas sean predecibles y bien comprendidas por el mercado. Segundo, toda institución necesita algún mecanismo de *accountability*. En el caso del Banco Central, el veredicto que diariamente entrega el mercado y la prensa especializada, así como los numerosos analistas que periódicamente examinan sus decisiones, cumplen buena parte de esta función. Por último, tener un Banco Central comprometido con la estabilidad de precios y preocupado por la estabilidad financiera es una condición necesaria, pero no suficiente para el logro de dichos objetivos. Si la sociedad no los valora y entiende su importancia es muy difícil que una institución autónoma, no sujeta al escrutinio popular, pueda perseverar en sus políticas.

El Banco Central ha cumplido con éxito la tarea que se le encomendó y no me cabe duda que todos los que hemos trabajado en él nos sentimos orgullosos de haber colaborado en este proceso. Obviamente, esto no habría sido posible sin el concurso de otras entidades. Por lo pronto, sin una política fiscal sólida y mercados financieros desarrollados y bien regulados difícilmente estaríamos en el lugar en que nos encontramos

hoy. Esto ha requerido importantes grados de coordinación y un gran esfuerzo en la búsqueda de consensos.

Mirando hacia adelante, los desafíos son, sin duda, muchos y variados. Este libro nos recuerda que el trabajo serio y dedicado es la mejor manera de enfrentarlos, tal como ha sido la historia de estos 25 años.

*Santiago, Julio 2016.*

**REFERENCIAS**

- Bianchi, A. (2009). "The Autonomy of the Central Bank of Chile: Origins and Legitimacy". *Economía Chilena*, Central Bank of Chile, vol. 12(3), 11-23.
- Corbo, V. y Hernández, L. (2005). "Ochenta Años de Historia del Banco Central de Chile". *Economía Chilena*, 8(3), 5-27.
- Cukierman, A. (2008). "Central bank independence and monetary policymaking institutions—Past, present and future". *European Journal of Political Economy*, 24(4), 722-736.
- De Gregorio, J. (2009). "The Autonomy of the Central Bank of Chile Twenty Years on" *Economía Chilena*, Central Bank of Chile, vol. 12(3), 5-10.
- Eyzaguirre, N. y Vergara, R. (1993). "Reflexiones en torno a la experiencia de autonomía del Banco Central de Chile". *Cuadernos de Economía*, 327-347.
- Fontaine, J.A. (2000). "Banco Central autónomo: en pos de la estabilidad". En Larraín, F. y Vergara, R. (Eds.), *La transformación económica de Chile*, Santiago, CEP, 393-427.
- Rosende, F. (1993). "La autonomía del Banco Central de Chile: una evaluación preliminar". *Cuadernos de Economía*, 293-326.
- Zahler, R. (1989). "La inserción institucional del Banco Central de Chile". *Cuadernos de Economía*, 26(77), 97-114.
- Zahler, R. (1991). "Discurso al asumir la Presidencia del Banco Central de Chile". *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* N°776: 3113.

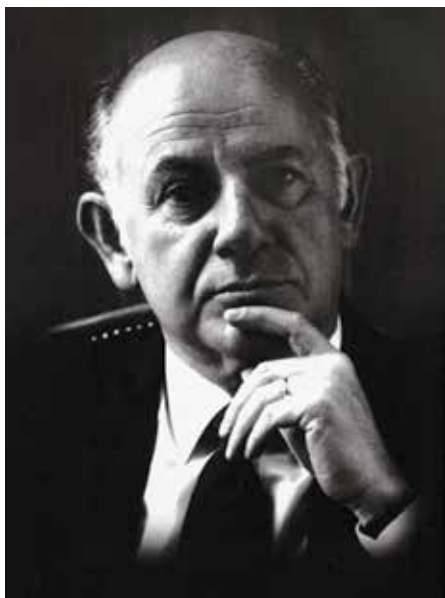
II. CAPÍTULO I  
LA INDEPENDENCIA  
DEL BANCO CENTRAL DE CHILE:  
LOS AÑOS INICIALES

Andrés Bianchi L.  
*Presidente del Banco Central de Chile*

*1989-1991<sup>1</sup>*

## **Andrés Bianchi L.,**

Presidente del Banco Central de Chile 1989-1991<sup>1</sup>



ANDRÉS BIANCHI LARRE fue el primer Presidente del Banco Central cuando este pasó a ser una entidad autónoma del gobierno. Su permanencia al mando del instituto emisor se extendió desde diciembre de 1989 a diciembre de 1991.

Es Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad de Chile, Master y Ph.D. (c) en Economía de la Universidad de Yale, y miembro de número de la Academia de Ciencias Sociales, Políticas y Morales del Instituto de Chile.

Ha sido profesor de economía en la Universidad de Chile y en la Universidad Católica, investigador visitante de la Universidad de Princeton y

profesor visitante de la Universidad de Boston.

Fue Director de la División de Desarrollo Económico y Secretario Ejecutivo Adjunto de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), consultor del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo, y asesor de los bancos centrales de México, Colombia y Venezuela.

Entre 2000 y 2006 se desempeñó como Embajador de Chile en los Estados Unidos. Posteriormente, fue Presidente del Comité Asesor del Ministerio de Hacienda para los Fondos Soberanos, Director y Presidente de la Comisión Fulbright y Director y Vicepresidente del Banco de Crédito e Inversiones. Además, ha sido director de diversas empresas e instituciones financieras chilenas y extranjeras.

Ha sido autor y editor de numerosas publicaciones sobre desarrollo económico, inflación y empleo en América Latina e independencia del Banco Central de Chile.

1. Presentación realizada en el panel de ex-Presidentes del Banco Central de Chile en la Conferencia “The Role of Central Banks in Modern Times: Twenty-Five Years into the Central Banks of Chile’s Independence”, llevada a cabo en Santiago, el 24 de octubre de 2014.

En este artículo analizo algunos aspectos de la experiencia del Banco Central en la etapa inicial de su autonomía y, en especial, durante el período 1989-1991, en que me correspondió presidirlo. Para ello, utilizo un enfoque de economía política. Dos razones principales justifican esta opción.

La primera es que el establecimiento de un Banco Central independiente no representa solo un cambio técnico de la institucionalidad económica, sino que implica también una considerable transferencia de poder desde el Gobierno, y en particular desde el Ministerio de Hacienda, al Banco Central. Esta traslación de poder plantea delicados problemas políticos, en especial durante los primeros años de la autonomía, pues es en esa etapa que deben definirse y consensuarse nuevas formas de vinculación entre el Banco y las autoridades económicas que permitan coordinar eficientemente sus políticas y decisiones.

La segunda razón, específica del caso chileno, deriva de una coincidencia excepcional: los primeros años de la independencia del Banco fueron también los del comienzo del retorno de Chile a la democracia, luego de 16 años de régimen militar. Fundamentalmente por ello, durante ese período la influencia de factores históricos, políticos, e incluso, internacionales, fue casi tan importante en la conducción del Banco, como la de elementos de carácter estrictamente económico.

La autonomía del Banco Central ha sido, en mi opinión, una de las innovaciones más valiosas introducidas en nuestra institucionalidad económica en los últimos 25 años. Pienso, asimismo, que es probable que este juicio sea compartido ahora por una gran parte de la opinión pública y por la mayoría de los economistas.

Sin embargo, lo que a estas alturas está casi olvidado, y que especialmente los chilenos más jóvenes y muchos académicos y analistas extranjeros ignoran, es que esta reforma trascendental tuvo un nacimiento muy difícil y que ella bien pudo no llegar a consolidarse.

Por su origen en el régimen militar y, sobre todo, por el momento en que ella se aprobó, en las postrimeras de este, la ley que estableció la independencia del Banco Central fue objeto de fuertes y numerosas críticas de parte de destacados economistas de la Concertación y de algunos de sus principales líderes políticos. De hecho, varios de ellos plantearon que, en caso que la Concertación venciera en las elecciones presidenciales y parlamentarias que debían realizarse en diciembre de 1989, la nueva ley del Banco Central sería modificada de inmediato en forma sustancial.



En este contexto, era evidente que si bien la independencia del Banco tenía base legal, ella carecía en sus comienzos de legitimidad en la opinión de la mayoría política del país. De allí la importancia de entender cómo esa legitimidad inicialmente cuestionada se fue conquistando gradualmente y cómo la autonomía del Banco alcanzó el alto grado de aceptación de que goza en la actualidad<sup>2</sup>.

A mi juicio, dos factores principales explican este cambio. El primero, de carácter económico, es el éxito alcanzado en el control de la inflación. En efecto, si se considera la larga historia de la inflación chilena, la creación del Banco Central independiente marcó un antes y un después. El segundo factor, de naturaleza política, ha sido la composición equilibrada y pluralista y el alto nivel técnico que desde su inicio ha tenido el Consejo del Banco.

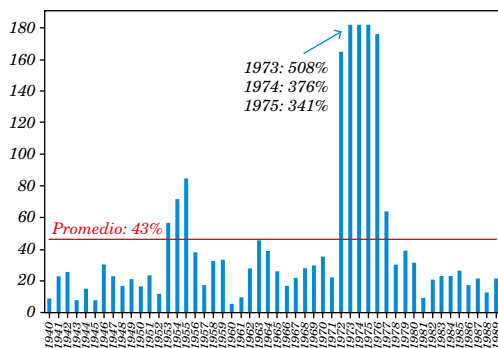
### La autonomía del Banco Central y el control de la inflación

Para apreciar debidamente el aporte realizado desde 1990 por el Banco Central a la estabilidad monetaria, es útil recordar algunos rasgos básicos del proceso inflacionario chileno en el medio siglo que precedió al establecimiento de su independencia.

Durante ese período la tasa media anual de la inflación fue de 43%, hubo apenas seis años en los que el alza de los precios al consumidor fue de un dígito y otros cinco de clara hiperinflación.

#### Gráfico 1. Chile: Inflación 1940-1989

(Variación IPC, diciembre a diciembre)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

2. Para un análisis de este proceso, véase Bianchi (2009).

Además, pese a las significativas diferencias de orientación política de los gobiernos de la época, el proceso inflacionario fue intenso en todos ellos. En efecto, la inflación media anual fue de algo más de 13% en la administración de Aguirre Cerda, ligeramente superior a 17% en la de Juan Antonio Ríos y de cerca de 19% en la de González Videla; subió a 50% en el gobierno de Ibáñez; sobrepasó el 26% tanto en el de Alessandri como en el de Frei Montalva; se aceleró a 230% bajo Allende y cayó a 77% en los 16 años de Pinochet (cuadro 1).<sup>3</sup>

### **Cuadro 1. Chile: Inflación Media Anual-Anual durante Períodos Presidenciales**

(Promedios de variaciones diciembre a diciembre del IPC)

<i>Presidente</i>	<i>Período</i>	<i>Inflación (%)</i>
Pedro Aguirre Cerda	Dic. 1938 - Nov. 1941	13,3
Juan Antonio Ríos	Abr. 1942 - Jun. 1946	17,2
Gabriel González Videla	Nov. 1946 - Nov. 1952	18,7
Carlos Ibáñez	Nov. 1952 - Nov. 1958	49,8
Jorge Alessandri	Nov. 1958 - Nov. 1964	26,6
Eduardo Frei Montalva	Nov. 1964 - Nov. 1970	26,1
Salvador Allende	Nov. 1970 - Sept. 1973	231,2
Augusto Pinochet	Sept. 1973 - Mar. 1990	76,9

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Estas cifras revelan, asimismo, otro rasgo característico de la evolución económica en esas cinco décadas: la incapacidad demostrada por todos los gobiernos para reducir la inflación a niveles tolerables.

Así, tanto en los gobiernos radicales, como en el de Ibáñez (con la asesoría de la misión Klein-Sacks), de Alessandri (mediante la política de tipo de cambio fijo) y de Frei Montalva (con un enfoque estabilizador más integral y gradualista), la secuencia fue similar y los resultados igualmente desalentadores. Tras breves períodos en que se logró atenuar el alza de los precios, la inflación resurgía con fuerza una y otra vez.

3. Incluso si se excluye el período 1974-1977, en que la inflación media anual fue de casi 250%, su promedio en los 12 años restantes del régimen militar fue de 24%, cifra muy similar a las registradas en los gobiernos de Alessandri y Frei Montalva.

Esta evolución se repitió —aunque con muchísima mayor intensidad— durante la Unidad Popular. A la reducción artificial de la inflación en 1971, lograda a través del control generalizado de los precios, siguió la explosión hiperinflacionaria de 1973, año en que los precios al consumidor subieron 508% y al por mayor aumentaron casi 1.150%, cifras hasta entonces jamás registradas en América Latina.

La secuencia ocurrió también, dos veces, en el régimen militar. Desde el altísimo nivel heredado, la inflación disminuyó en forma continua a partir de 1976 y cayó a apenas 4% a mediados de 1982. Sin embargo, con el abandono en junio de ese año del tipo de cambio fijo que se había establecido en 1979, ella repuntó en los tres años siguientes. Y luego de descender entre 1986 y 1988, se aceleró marcadamente en 1989.

Más allá de estos registros estadísticos, hubo dos hechos que reflejaron con nitidez tanto la excepcional rebeldía de la inflación durante esos 50 años, como la impotencia de los gobiernos y, en último término, de Chile como sociedad para controlarla.

El primero fue el reemplazo en dos oportunidades de nuestro signo monetario. En 1958 se creó el escudo, equivalente a mil pesos antiguos, y en 1975 se introdujo un nuevo peso, equivalente a mil escudos. El segundo más sugerente, fue la creación de la unidad de fomento (UF) en 1967.

Concebida inicialmente como un mecanismo para fomentar el ahorro financiero y protegerlo del efecto corrosivo de la inflación, la UF se transformó de hecho en una nueva unidad de cuenta, en la que pasaron a expresarse una gran variedad de operaciones, contratos, precios y remuneraciones.

Si bien la UF tuvo efectos positivos para el desarrollo del mercado financiero y la certidumbre de los derechos y obligaciones monetarias a plazo, su creación implicó una suerte de aceptación de que Chile era incapaz de disminuir y mantener la inflación en niveles moderados y que, precisamente por ello, era necesario crear instrumentos y normas que permitieran “convivir” con ella.

Esa función de convivencia, la UF la cumplía a cabalidad. Pero ella no estaba exenta de costos: al extender la indización de los precios y las remuneraciones, la UF incrementaba la inercia del proceso inflacionario y limitaba así la posibilidad de controlarlo.

Fue fundamentalmente la necesidad de poner término a esa inflación secular y aguda, lo que explica que el principio de la independencia del Banco Central se incorporara tanto en la Constitución Política de 1980 como en la Ley Orgánica del Banco que entró en vigencia el 9 de diciembre de 1989.

En su artículo 97, la Carta Fundamental dispuso que el Banco Central fuera un organismo autónomo, con patrimonio propio y de carácter técnico. Y en su artículo 98 estableció que él sólo podría efectuar operaciones con instituciones financieras, públicas o privadas y le prohibió financiar en forma directa o indirecta ningún gasto público, salvo en caso de guerra exterior o peligro de ella.

A la vez, en la Ley 18.840, a través de la cual se cumplió ese mandato constitucional, se prescribió que el Banco Central “tendrá por objeto velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos”.

El primer Consejo del Banco demostró muy tempranamente su firme compromiso con ese objetivo. Su primera decisión, adoptada en enero de 1990, apenas un mes después de su designación, fue un alza muy fuerte, de más de 200 puntos base de las tasas de interés de sus pagarés reajustables y líneas de redescuento.

Tal decisión pretendía avanzar en el control de la inflación por dos vías.

La primera era reduciendo el crecimiento real del gasto interno, que, tras aumentar 9% en 1988 y 12% en 1989, condujo ese año a una marcada aceleración de la inflación<sup>4</sup>, a un crecimiento de 25% del volumen de las importaciones<sup>5</sup>, y a una generalización de las expectativas de devaluación del peso<sup>6</sup>.

4. Las variaciones en 12 meses de los precios al consumidor se elevaron casi ininterrumpidamente desde 10,9% en noviembre de 1988 a 21,4% en diciembre de 1989. Así, la tasa anualizada de la inflación en el último cuatrimestre fue de 30%.

5. En este aumento influyó también la anticipación de las compras de bienes importados inducida por el temor de que la llegada de la Concertación al gobierno condujera a mayores restricciones cambiarias y a un alza de los aranceles.

6. La manifestación más clara de ello fue el alza del tipo de cambio. El dólar observado, que entre enero y mayo se había mantenido ligeramente por debajo del centro de la banda cambiaria, subió bruscamente a mediados del año. Con ello, y pese a que simultáneamente se amplió la banda, a partir de julio el tipo de cambio se mantuvo pegado al límite superior de esta.

## Cuadro 2. Hiperinflación de Argentina, Brasil y Perú, 1988 - 1990

(Variación porcentual IPC diciembre a diciembre)

	1988	1989	1990
Argentina	320	2.297	7.029
Brasil	554	1.233	4.116
Perú	560	3.931	5.431

Fuente: Estadísticas oficiales

La segunda, a mi juicio más importante, era enviando desde la partida un mensaje claro y potente que, en el cumplimiento de su obligación de velar por la estabilidad de la moneda, el Consejo no vacilaría en aplicar las medidas necesarias, por duras que ellas fueran, para evitar que se repitieran los desbordes inflacionarios del pasado o las hiperinflaciones que estaban acompañando a los procesos de transición a la democracia en Argentina, Brasil y Perú (cuadro 2).

Pese a la intensidad del ajuste monetario y al control del gasto público, el avance del proceso de estabilización fue inicialmente lento. Ello obedeció, principalmente, a que los aumentos de los costos generados por el incremento de las remuneraciones<sup>7</sup> y el alza de 16 a 18% de la tasa del IVA neutralizaron en buena medida los efectos restrictivos de la política monetaria y fiscal.

Con todo, a comienzos de agosto se estimaba que la mayor parte de las presiones de costos había sido ya absorbida y que, por tanto, cabía esperar que en el último cuatrimestre la inflación fuese significativamente menor que en el mismo período de 1989.

Sin embargo, esta perspectiva se alteró, marcada e inesperadamente, por la invasión de Irak a Kuwait. A raíz de esta, el precio internacional del petróleo saltó de un promedio de US\$19,4 el barril en julio a US\$41,2 en septiembre.

7. En este influyeron dos factores. El primero fue que, ante la perspectiva de un cambio de gobierno, en el último trimestre de 1989 se adelantaron las negociaciones colectivas y se firmaron contratos de trabajo que incluían reajustes de remuneraciones varios puntos superiores a las variaciones del IPC. El segundo fue el aumento de 44% del salario mínimo que entró a regir el 1° de junio de 1990.

La consecuencia inmediata de esta alza y de la decisión de trasladar la mayor parte de ella a los precios internos de los combustibles fue el brusco aumento de la inflación. En septiembre, los precios al consumidor subieron 4,9% y en octubre se elevaron 3,8%, en tanto que los precios al por mayor subieron 5,4% y 5,6%, respectivamente.

Fue en estas difíciles circunstancias que el Banco reafirmó su vocación estabilizadora, al comunicar en su primer informe anual al Senado, en septiembre de 1990, que manejaría la política monetaria de manera que en 1991 la inflación disminuyera a un rango de 15 a 20%. Al adoptar esta decisión, orientada principalmente a reducir y guiar las expectativas inflacionarias, el Consejo tuvo en cuenta tanto las ventajas que, en una economía tan indizada como la chilena, tenía un enfoque gradualista de estabilización, como el fracaso y los elevados costos que habían generado a comienzo de los años 60 y 80 los programas antiinflacionarios basados en la fijación del tipo de cambio.

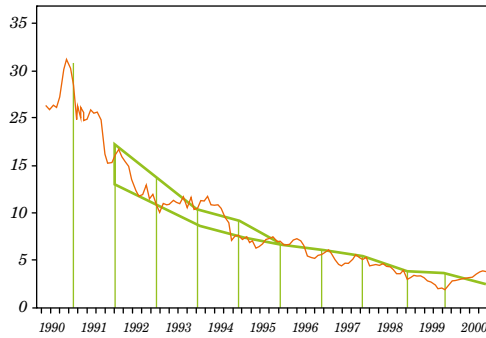
La decisión de comprometerse públicamente con una meta preanunciada de inflación constituyó una innovación radical. De hecho, su único precedente en el mundo era la política similar que el Banco Central de Nueva Zelanda había iniciado un año antes.

Esa decisión era también audaz. Cuando se la dio a conocer, la inflación oscilaba en torno al 29%. Bajarla al rango programado representaba un desafío mayor, en especial por la amplitud de los mecanismos de indización existentes.

Pese a estos obstáculos, la meta se cumplió: en 1991 la inflación bajó a 18,7%, ligeramente por encima del centro del rango anunciado.

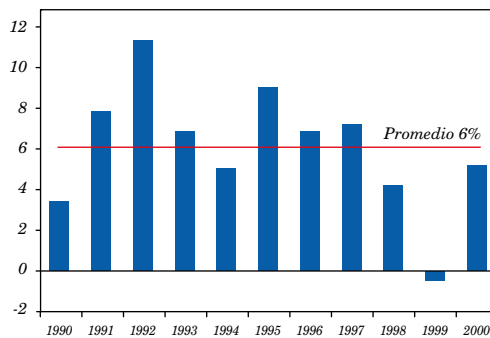
Este éxito inicial reafirmó la determinación del Banco de continuar disminuyendo gradualmente el ritmo de aumento de los precios. Con este fin, se establecieron metas cada vez más ambiciosas, las cuales se cumplieron con extraordinaria regularidad. Así, luego de disminuir a menos de 13% en 1992, la inflación cayó por debajo de la barrera psicológica de 10% en 1994. Pero, en contraste con los esporádicos episodios anteriores en que la inflación había sido de un dígito, ahora la tendencia descendente del proceso inflacionario continuó (gráfico 2).

**Gráfico 2. Chile: Metas de Inflación e Inflación Efectiva**  
(Variación anual IPC)



Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico 3. Chile: Crecimiento Económico 1990-2000**  
(Variación real del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile.

Este resultado, sin precedente en la historia de Chile, y el hecho que él coincidiera con un crecimiento excepcionalmente alto y sostenido de la actividad económica (gráfico 3), confirmaron el acierto de haber ligado la política monetaria a metas de inflación y de haber adoptado y mantenido con perseverancia un enfoque gradualista de estabilización.

Pero, a la postre, las consecuencias más significativas del repetido cumplimiento de las metas de inflación fueron el fortalecimiento de la legitimidad y reputación del Banco y el aumento de la credibilidad y efectividad de su política monetaria.

### **La integración del Consejo: competencia técnica y equilibrio político**

Como ya se señaló, el proyecto de ley que establecía la independencia del Banco Central fue duramente criticado por los economistas de la Concertación, tanto por razones técnicas como de carácter político.

En el plano técnico, la mayoría de los críticos reconocían la conveniencia de otorgar cierta independencia al Banco Central, en particular en lo referente a la ejecución de la política monetaria y cambiaria. Ellos aceptaban, asimismo, que la idea de atenuar la tradicional subordinación del Banco al Ministerio de Hacienda tenía alguna justificación y que también parecía conveniente que los altos ejecutivos del Banco gozarán de mayor estabilidad. En esta forma, señalaban, este podría contribuir de manera más efectiva a cautelar los equilibrios macroeconómicos básicos, tarea que todos concordaban era esencial<sup>8</sup>.

Sin embargo, los economistas de la Concertación estimaban que tanto las atribuciones como la autonomía que el proyecto entregaba al Banco Central eran excesivas, lo que conduciría a la existencia de dos centros de dirección de la economía y dificultaría la coordinación entre sus decisiones y las de las autoridades económicas del Gobierno.

Este peligro, sostenían, era aún más evidente si se tenía en cuenta el estatus excepcional que tendrían los miembros del Consejo. Estos no solo desempeñarían sus cargos durante un período muy prolongado (diez años) y dispondrían de amplias atribuciones para conducir políticas económicas clave como la monetaria y cambiaria, sino que gozarían de virtual inamovilidad. Ellos no podrían ser removidos libremente por el Presidente de la República y tampoco quedarían sometidos a la fiscalización del Congreso. Así, a diferencia de las autoridades del

8. Las críticas más sólidas y fundadas al proyecto de ley que proponía la autonomía del Banco Central aparecen en Marshall (1989), Massad (1989), Arellano (1989) y Zahler (1989).



Gobierno, no tendrían responsabilidad política, pese a que contarían con gran poder.

Para reducir estos problemas y, en especial, para facilitar una mayor coordinación entre el Banco y el Gobierno, los más destacados especialistas de la oposición proponían que, al comenzar su mandato, cada Presidente de la República pudiese designar al Presidente del Banco y a otros dos miembros del Consejo<sup>9</sup>.

A juicio de los críticos, las características del proyecto reseñadas habrían recomendado modificarlo en medida substancial, incluso en condiciones políticas normales. Sin embargo, lo que en su opinión lo hacía definitivamente inaceptable era la coyuntura política en que este había sido propuesto y el momento en que debería entrar en vigencia la nueva ley.

En efecto, habían transcurrido ocho años desde que la Constitución había dispuesto que se creara un Banco Central autónomo. Durante ese lapso, el Gobierno no había presentado proyecto alguno sobre la materia y el Instituto Emisor había estado subordinado al Ministerio de Hacienda. Por ello, la presentación del proyecto cuando faltaba apenas un año para la elección de Presidente de la República y de parlamentarios que debía efectuarse en diciembre de 1989, aparecía como una maniobra orientada a dificultar la gestión económica del futuro gobierno democrático.

No obstante que en la tramitación del proyecto se le introdujeron modificaciones que tuvieron en cuenta algunos de los planteamientos formulados por los economistas y políticos de la Concertación<sup>10</sup>, su aprobación por la Junta de Gobierno en agosto generó nuevas y más violentas críticas de parte de aquellos.

9. Al respecto, véase Marshall (loc.cit., p. 55), Massad (loc.cit., p. 89) Arellano (loc. cit., p. 95) y Zahler (loc.cit., p. 113).

10. Entre los cambios introducidos al proyecto inicial, los más importantes fueron el que dispuso que “el Consejo, al adoptar sus acuerdos, deberá tener presente la orientación general de la política económica del Gobierno”; el que amplió las facultades del Ministro de Hacienda en las sesiones del Consejo, y el que estableció que el Banco Central debía informar al Senado y no solo al Presidente de la República respecto de las políticas y normas generales dictadas en el ejercicio de sus atribuciones.

Ellos sostuvieron, por ejemplo, que la designación de los miembros del Consejo por el gobierno militar sería ilegítima e implicaría un abuso de poder y una burla a los electores; que ella conduciría a mantener “apernados” en cargos de alta responsabilidad en el Banco Central a funcionarios del régimen militar; que crearía en él un equipo económico paralelo que desestabilizaría la futura política económica, y que un Presidente del Banco Central designado por Pinochet no podría mantenerse en el cargo<sup>11</sup>. Al mismo tiempo, anunciaron que, en caso de vencer la oposición en las próximas elecciones, se modificaría inmediatamente la nueva ley<sup>12</sup>.

Estas aprensiones se acrecentaron cuando, luego de su revisión por el Tribunal Constitucional, la ley fue publicada en el *Diario Oficial* del 10 de octubre de 1989. En efecto, en virtud del plazo de 60 días fijado para que ella entrara en vigencia, los miembros del Consejo serían designados por el gobierno militar y asumirían sus funciones el 9 de diciembre, esto es, apenas cinco días antes de la fecha en que debían efectuarse las elecciones de Presidente y de parlamentarios.

Fue en este ambiente cargado de desconfianzas y recelos y cuando estaba concluyendo una contienda electoral de trascendencia histórica, que se iniciaron negociaciones entre el Gobierno y la Concertación tendientes a designar un Consejo en que tuvieran participación representantes de sectores opositores al régimen militar.

Esta iniciativa, extremadamente compleja desde un punto de vista político, tanto para el Gobierno como para la oposición, y que en varias oportunidades estuvo a punto de fracasar, fue conducida con máxima reserva por el Ministro del Interior, Carlos Cáceres, y por Alejandro Foxley, Coordinador del equipo económico de la Concertación<sup>13</sup>.

11. Véase las declaraciones de Juan Estévez en “Economistas difieren sobre autonomía del Banco Central” (El Mercurio, 15 de agosto de 1989); Ricardo Ffrench-Davis en “Ley del Banco Central deberá ser modificada” (El Mercurio, 18 de agosto de 1989); Sergio Bitar en “Ley del Banco Central es un factor de inestabilidad” (El Mercurio, 21 de agosto de 1989) y Alejandro Foxley y Carlos Ominani en “Concertación rechaza ley orgánica del Banco Central” (El Mercurio, 22 de agosto de 1989).

12. Esta posición fue planteada por Ricardo Ffrench-Davis y Joaquín Vial en “Ley del Banco Central deberá ser modificada” (El Mercurio, 18 de agosto de 1989); Alejandro Foxley en “Modificaremos ley del Banco Central” (La Segunda, 21 de agosto de 1989); y Juan Eduardo Herrera en “La nueva ley del Banco Central” (El Mercurio, 23 de septiembre de 1989).

13. Sobre las restricciones políticas que enfrentaban los negociadores, véase Bianchi (2009), p. 16.

A pesar de estas dificultades, las negociaciones culminaron el 4 de diciembre, con un acuerdo conforme al cual el Consejo estaría integrado por dos miembros vinculados al gobierno militar, dos economistas de la Concertación, y un miembro de carácter independiente, aceptable para ambos bandos.

Por el lado del Gobierno, sus integrantes fueron Enrique Seguel, General del Ejército, que había Presidido el Banco Central entre 1985 y 1988 y que en 1989 había sido nombrado Ministro de Hacienda y Alfonso Serrano, economista que ocupaba la Vicepresidencia del Banco desde 1985. Por la Concertación, fueron nominados Roberto Zahler, experto monetario de la Cepal, de filiación demócrata cristiana, y Juan Eduardo Herrera, economista del Partido por la Democracia, quien a la sazón se desempeñaba como alto ejecutivo de una empresa minera privada. El autor del presente artículo, en ese momento Secretario Ejecutivo adjunto de la Cepal, fue elegido Presidente del Banco por un período de dos años<sup>14</sup>.

Este acuerdo suscitó el apoyo de la gran mayoría de los sectores del país, que constataron, con asombro que tras dos décadas de divisiones, odios y conflictos entre los chilenos, era posible alcanzar soluciones de compromiso que podían contribuir a la estabilidad y desarrollo de la economía y a una transición pacífica a la democracia.

La positiva acogida que tuvo el acuerdo no logró, empero, disipar por completo las dudas de la Concertación sobre los potenciales beneficios de la independencia del Banco.

La prueba más clara de ello fueron las declaraciones formuladas por Patricio Aylwin el día siguiente al que se dio a conocer el compromiso alcanzado. En ellas, luego de calificar a este como “un paso de gran significación que el país tiene que valorar” y de expresar que él demostraba “una vez más que el consenso era y es posible”, precisó que “como lo hemos señalado reiteradamente, tenemos reparos a la ley del Banco Central y creemos indispensable introducirle modificaciones”

14. El nombramiento del Presidente por dos años, y no por el período normal de cinco establecido en la ley, constituyó la petición final de los negociadores de la Concertación y fue aceptada con el objetivo explícito de dar al Presidente de la República que fuese elegido en diciembre de 1989 la opción de designar, durante su período constitucional de cuatro años, un nuevo Presidente del Banco.

y concluyó señalando que “el acuerdo logrado respecto al Directorio no implica renunciar a este propósito”<sup>15</sup>.

Pese a la reticencia inicial de las autoridades del nuevo gobierno, la designación de un Consejo pluralista constituyó un hecho político de gran significación. Él, en efecto, contribuyó a generar un espacio para ver cómo la autonomía podía funcionar en la práctica; evitó que la nueva ley del Banco fuese modificada temprana y sustancialmente, como lo habían propuesto sus críticos, y marcó el comienzo del proceso de legitimación de su independencia.

Es más: gracias al precedente generado por la designación del primer Consejo, a la renovación parcial y escalonada de sus miembros que establece la ley del Banco, a la participación del Senado en el nombramiento de estos, y a la encomiable responsabilidad y pragmatismo demostrados tanto por las autoridades de los sucesivos gobiernos como por los sectores de la oposición, en estos 25 años ha sido posible compatibilizar dos condiciones básicas para el logro de los objetivos del Banco Central: la alta competencia profesional y la amplia representatividad política de su Consejo.

Para ello, ha sido decisiva la fórmula que, con ligeras variaciones, ha sido aceptada implícitamente para designar a sus miembros, la cual, en esencia, se basa en tres principios fundamentales.

El primero es que cada Consejero debe tener muy altas e indiscutibles calificaciones técnicas. El segundo es que, en conjunto, los miembros del Consejo deben representar en forma equilibrada las principales sensibilidades políticas existentes en el país. Y el tercero es que, a lo largo del tiempo, la composición del Consejo debe ir reflejando en forma gradual los cambios que ocurren en el escenario político nacional.

15. Véase “Aylwin y Lagos Satisfechos por Consejo del Banco Central” en *La Nación*, 6 de diciembre de 1989.

## **Comentario final**

Permítanme concluir con dos brevísimos comentarios de carácter personal.

Pienso que si se compararan las severas críticas que hace 25 años se formularon a la ley que otorgó independencia al Banco Central con el respeto y apoyo generalizados de que este goza en la actualidad, habría que concluir que el contraste entre esas dos visiones difícilmente podría ser mayor. En efecto, la ilegitimidad de origen que entonces afectaba a la autonomía ha sido reemplazada por una sólida y ampliamente compartida legitimidad de ejercicio, basada en los positivos resultados alcanzados por el Banco.

Y pienso, también, que ese cambio radical constituye el testimonio político más elocuente de la contribución extraordinaria que, desde su creación a fines de 1989, el Banco Central independiente ha realizado no solo al control de la inflación, sino también, mediante ello, al progreso económico y social y a la estabilidad política de Chile.

## REFERENCIAS

- Arellano, J.P. (1989). "Comentarios al Proyecto de Ley del Banco Central". *Cuadernos de Economía* 26 (77):91-96.
- Bianchi, A. (2009). "La Autonomía del Banco Central de Chile: Origen y Legitimación". *Economía Chilena*, 12 (3): 11-23.
- Marshall Silva, J. (1989). "¿Independencia o Autonomía del Banco Central?" *Cuadernos de Economía* 26 (77): 39-64.
- Massad, C. (1989). "La Función Técnica y la Función Política del Banco Central: Anatomía Prenatal." *Cuadernos de Economía* 26 (77): 75-90.
- Zahler, R. (1989). "La Inserción Institucional del Banco Central de Chile." *Cuadernos de Economía* 26 (77): 97-114.



## III. CAPÍTULO II

PRESENTACIÓN REALIZADA  
EN LA CONFERENCIA SOBRE  
LOS 25 AÑOS DE AUTONOMÍA  
DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

Roberto Zahler M.

*Presidente del Banco Central de Chile*

*1991-1996*



## **Roberto Zahler M.,**

Presidente del Banco Central de Chile 1991-1996<sup>1</sup>



ROBERTO ZAHLER MAYANZ fue Presidente del Banco Central de Chile desde diciembre de 1991 hasta junio de 1996.

Además, se desempeñó como Vicepresidente del Instituto Emisor desde diciembre de 1990, y como Consejero desde diciembre de 1989.

Es Ingeniero Comercial con mención en Economía de la Universidad de Chile y Master y Ph.D. Candidate de la Universidad de Chicago.

Actualmente es Presidente de la firma consultora Zahler & Co., Director del Banco Santander-Chile y miembro del Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (Claaf).

Anteriormente, fue Presidente y director de instituciones nacionales y extranjeras y ha ocupado diversos cargos en organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal).

Además, ha sido consultor de instituciones económicas de gobierno de diversos países, así como de organismos internacionales.

En el área académica ha sido profesor de universidades nacionales y es autor de artículos en libros y revistas chilenas e internacionales.

1. Presentación realizada en el panel de ex-Presidentes del Banco Central de Chile en la Conferencia “The Role of Central Banks in Modern Times: Twenty-Five Years into the Central Banks of Chile’s Independence”, llevada a cabo en Santiago, el 24 de octubre de 2014.

Quisiera agradecer a Rodrigo Vergara por esta invitación para celebrar los 25 años del Banco Central como institución autónoma, en un panel en que estamos presentes todos los que hemos precedido a Rodrigo en la Presidencia del Banco. Me parece que es una muy buena oportunidad para tener una visión del desarrollo institucional a lo largo del tiempo, donde, naturalmente, los desafíos han ido cambiando así como el instrumental disponible para enfrentarlos.

Más allá de los mejoramientos y modernizaciones que como toda institución de su importancia, con el paso del tiempo y el consecuente aprendizaje, le pueda corresponder al Banco Central en el plano político - institucional, esta es una excelente ocasión para describir lo que estimo ha sido una exitosa experiencia, en el que cada Consejo y Presidente ha sabido adecuar eficientemente una equilibrada combinación de estabilidad y cambio en la organización y funcionamiento del Banco, basada en los logros y desafíos de sus predecesores, en aras del continuo perfeccionamiento del Banco Central.

Mi presentación comprende, primero, las “condiciones iniciales” que se enfrentó a comienzos de los años noventa; en segundo lugar una descripción y análisis de las políticas llevadas a cabo entre 1992 y 1996, para concluir con los principales resultados de la experiencia del Banco Central en ese quinquenio.

## **Condiciones iniciales**

En el plano político, el Banco Central autónomo inició sus actividades en diciembre de 1989, pocos días antes de la primera elección presidencial que hubo en Chile con posterioridad a la dictadura militar. En esa época existía un ambiente de fuerte polarización, inestabilidad e incertidumbre, ya que, luego de haber vivido casi 17 años en dictadura, Chile estaba a punto de experimentar una transformación de gran envergadura, pues no solo se cambiaría de gobierno (a uno de diferente orientación política social) sino que se iniciaba una transición hacia un régimen político democrático, con todas las expectativas, esperanzas, temores, amenazas e incertidumbre envueltos en un proceso de esa naturaleza.

En el plano institucional nunca antes Chile había tenido un Banco Central independiente, por lo que también allí se iba a caminar en terreno inexplorado, sobre el cual había una gran interrogante respecto

de cómo iba a funcionar el Banco Central, cómo se iba a vincular con el Ministerio de Hacienda y cómo iba a ejercer su recién otorgada autonomía. En particular, el mayor desafío institucional era cómo el Banco Central generaría la credibilidad y la confianza de los distintos agentes económicos, nacionales e internacionales.

En el plano económico, a fines de 1989 la economía chilena presentaba claros síntomas de sobrecalentamiento (gráficos 1, 2 y 3). En efecto, la inflación del cuarto trimestre de 1989 anualizada se aceleró a cifras en torno al 30%, las importaciones crecían a un 50% anual, y el PIB crecía a un ritmo anual de dos dígitos, a todas luces excesivo respecto del crecimiento del PIB potencial y, por lo tanto, insostenible en el mediano plazo. Por su parte, el FMI y el Banco Mundial sostenían que las perspectivas de balanza de pagos de Chile no eran nada de promisorias.

Lo anterior apuntaba a que se imponía la necesidad de llevar a cabo un fuerte proceso de ajuste macroeconómico, orientado a frenar el ritmo de incremento del gasto interno para así controlar las presiones sobre la balanza de pagos y la inflación. Enfrentar esa necesidad y formular y ejecutar una política de ajuste como la requerida, en el contexto político, institucional y económico reseñado, representó un importante desafío para la nueva e inédita institucionalidad del Banco Central en ese momento.

## **Las políticas del Banco Central de Chile en 1992- 1996**

La Ley Orgánica del Banco Central (LOC) dice textualmente que “El Banco tendrá por objeto velar por la estabilidad de la moneda”, y se agrega, en la misma frase, “...y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos”. Así, el objetivo legal del Banco Central no es exclusivamente el control de la inflación.

Respecto al normal funcionamiento de los pagos internos, el grueso de esa responsabilidad recayó en una adecuada coordinación del Banco Central con la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, donde el tema de la deuda subordinada de buena parte de la banca, originado en la profunda crisis de comienzos de los años ochenta, jugó un rol prioritario.

Respecto al normal funcionamiento de los pagos externos, considerando la experiencia traumática, chilena y latinoamericana, de las dos décadas

anteriores, el Banco Central le dio especial importancia a ese objetivo, porque la historia enseñaba que cuando se considera solo el objetivo anti-inflacionario, en muchas ocasiones se logra este último, pero por muy poco tiempo, a causa de significativos desequilibrios originados en las cuentas externas.

Considerando las condiciones iniciales referidas, el Banco Central concretó los objetivos establecidos en su LOC poniéndose como metas reducir el ritmo de inflación a un dígito y acotar en un rango permisible el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Los elementos centrales de la formulación de la política del Banco fueron (1) otorgarle un rol creciente, pero no excluyente al mercado, en la determinación de los precios clave de la economía; (2) definir políticas flexibles para un horizonte de mediano y largo plazo; (3) aplicarlas oportunamente, con prudencia y gradualidad y (4) privilegiar la estabilidad y sustentabilidad del dinamismo de la economía, minimizando su volatilidad y vulnerabilidad.

La estrategia antiinflacionaria se orientó a reducir sistemática, sostenible y gradualmente el ritmo de inflación hacia cifras de un dígito en 1995-1996. Lo sistemático se justificaba en la necesidad de crear y ganar credibilidad para el Banco Central; lo sostenible, en que la estabilidad de precios se fundara en bases sólidas y perdurables en el tiempo, enmarcadas en un contexto de equilibrio macroeconómico general (a diferencia, por ejemplo, de las experiencias antiinflacionarias de Chile a fines de los años setenta y comienzo de los ochenta (gráfico 4), y de México (gráfico 5) y Brasil (gráfico 6), a mediados de los años noventa) y lo gradual se justificaba en que la persistencia de una alta y crónica inflación, unida a la generalizada indexación de precios y salarios en base a la inflación pasada hacía muy costoso, en términos de actividad económica y empleo, una reducción abrupta del ritmo inflacionario.

La política monetaria utilizó como “ancla” el compromiso del Banco Central con una meta decreciente de inflación, anunciada anualmente, lo que constituyó una suerte de régimen inicial de metas de inflación. Se utilizó como principal instrumento la operación de mercado abierto sobre la base de la tasa de interés real (en UF) de los documentos de corto plazo (inicialmente a 90 días para luego centrarla en los de un día) emitidos por el Instituto Emisor. Esta manera de llevar a cabo la política monetaria,

unida al manejo de la deuda interna del Banco Central (asimilable a una política de “Tesorería” por parte del Instituto Emisor), junto a hacer más eficiente esas políticas, permitió que el mercado jugara un rol cada vez más importante en la determinación de la tasa de interés de largo plazo y en el perfil temporal de la curva de rendimientos.

Cabe destacar que no se utilizó un agregado monetario como “ancla” ni como instrumento de la política monetaria, debido principalmente a la dificultad de encontrar un agregado que se comportara estable y predeciblemente. Tampoco se utilizó el tipo de cambio como “ancla” de la política monetaria, debido a que ello casi con certeza llevaría a una sobreapreciación de la moneda doméstica, lo cual afectaría el objetivo de lograr un déficit sustentable de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

El uso de la tasa de interés de los documentos de corto plazo del Banco Central como “pivote”, se orientó, a través de la transmisión de la política monetaria por parte del sistema bancario, a afectar el costo del crédito al sector privado y, por esa vía, dada la política fiscal, encauzar la trayectoria de la demanda interna en función de la tasa de inflación establecida como meta. Dicho instrumento se activó anticipándose el Banco Central a las manifestaciones de la inflación por sobre la meta programada, aplicando una política monetaria restrictiva a tiempo y adelantándose también a eventuales excesos de oferta por el lado de la capacidad productiva, en ese caso relajando oportunamente la política monetaria. Eso significó llevar a cabo un permanente seguimiento y una evaluación de un conjunto de indicadores representativos de la demanda y oferta agregada, tales como la propia tasa de inflación, la inflación subyacente, el nivel y la tasa de crecimiento del producto potencial de la economía chilena, el tipo de cambio, los salarios, la tasa de desempleo, la actividad industrial, comercial y de la construcción, las importaciones, los agregados monetarios, el crédito del sistema financiero privado y algunos otros indicadores sectoriales seleccionados.

A diferencia del segundo quinquenio de los años ochenta, en que se enfrentó una aguda escasez de divisas y en que se planteó como objetivo el logro y la mantención de un tipo de cambio real “alto”, en los años noventa la política cambiaria se orientó al objetivo principal de complementar la política fiscal y monetaria para el logro del equilibrio externo de la economía en el mediano plazo; en concreto, el objetivo de la política cambiaria fue intentar mantener el tipo de cambio real (TCR)

en un rango consistente con un déficit sostenible de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que se definió entre 3% y 4% del PIB.

El régimen cambiario no fue de tipo de cambio fijo ni totalmente libre. Lo primero, por la rigidez que impone al resto de la política económica y por la total subordinación de esta al mantenimiento del equilibrio externo. Tampoco se optó por el tipo de cambio libre, ya que, debido a la importancia de ese precio en la estrategia exportadora, se estimó conveniente dar alguna guía o señal al mercado en cuanto a la mejor estimación de la autoridad monetaria respecto de su valor de equilibrio de largo plazo, al que se denominó “tipo de cambio acuerdo”. Dicho tipo de cambio se ubicó en el centro de una banda de fluctuación del precio de la divisa, la que se amplió a lo largo del tiempo hasta un rango de +/- 10%. La ampliación de la banda, unida a una serie de liberalizaciones en el funcionamiento del mercado de divisas, permitió que el mercado jugara un rol creciente en la determinación de su precio. De otro lado, el peso chileno, tradicionalmente vinculado al dólar norteamericano, se lo vinculó a una canasta de monedas, representativa de la estructura del comercio exterior de Chile, de modo de aumentar el grado de independencia y autonomía de la política monetaria.

En un comienzo se intentó mantener el tipo de cambio acuerdo constante en términos reales, ajustándolo por la inflación doméstica (pasada) y por la inflación externa relevante para Chile. Hacia fines de 1995, se modificó la regla cambiaria, incorporándose una apreciación de tendencia de 2%. Con ello se intentó incorporar el efecto, sobre el TCR de equilibrio de largo plazo, del diferencial entre el crecimiento económico y la productividad de Chile con el de sus principales socios comerciales, sobre todo en el sector de los bienes transables internacionalmente.

Dicha modificación de la banda cambiaria, que permitía una apreciación del peso, ocurrió solo después de que el Banco Central se hubo convencido de que dicha apreciación era de equilibrio, y que no tenía justificación mantener un tipo de cambio acuerdo desalineado de sus determinantes fundamentales. En efecto, la favorable evolución de las exportaciones, el reducido déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, las cuantiosas entradas de inversión extranjera directa, la liberalización a las salidas de capitales, así como el sostenido mejoramiento de los indicadores de solvencia externa, unido a la significativa acumulación de reservas internacionales, hizo necesario reconocer que el país enfrentó

un cambio de naturaleza estructural en su inserción en la economía internacional, que requería de una adaptación en el precio de la divisa. Esa apreciación, que en 1992-1996 alcanzó a 4,3% real anual fue, con todo, de las menores de América Latina en ese período.

Complementando la política monetaria y cambiaria, el Banco Central jugó un papel muy activo en la acumulación de reservas internacionales. Ella se justificó, de un lado, por la necesidad de tener un elevado volumen de dichas reservas en un proceso de creciente apertura externa en que el TCN no era totalmente libre; y, de otro lado, para impedir que la entrada neta de capitales, que alcanzó en promedio al 6% del PIB en el quinquenio 1992-1996, se manifestara en un excesivo gasto interno y/o en la creación de una burbuja de precios de activos y/o en un insostenible déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. El Banco Central acumuló reservas internacionales que llegaron a representar más del 25% del PIB y casi 15 meses de importaciones de bienes en algún año. Ello se debió al favorable comportamiento de la balanza comercial, a la reinversión de utilidades y a los nuevos flujos de inversión extranjera directa (IED), así como al desendeudamiento externo del sector público y a la entrada neta de capitales de corto plazo. Esta última se incentivaba por el diferencial de intereses entre el país y los países desarrollados, sobre todo al darse en forma simultánea con una mejor evaluación del riesgo país de Chile y en un ambiente de generalizadas expectativas de apreciación del peso chileno.

La fuerte acumulación de reservas contribuyó a que el país prepagara toda la deuda externa renegociada a raíz de la crisis de comienzos de los años ochenta, así como toda la deuda con el FMI. Sin embargo, esa acumulación de reservas tenía un límite, ya que generaba pérdidas al Banco Central.

Ahora bien, el principal dilema que enfrentó el Banco Central en la primera mitad de los años noventa fue que el equilibrio interno requería una tasa de interés doméstica superior a la de los países desarrollados, al tiempo que el riesgo-país disminuía mientras predominaban expectativas de revaluación del peso chileno.

Considerando que el sector público registró un superávit fiscal de 1,8% del PIB como promedio anual en el período, que la acumulación de reservas estaba generando un costo cuasifiscal creciente, que se liberalizó fuertemente la salida de capitales y que el peso se apreció 4%

real anual, el Banco Central tuvo que enfrentar la siguiente disyuntiva: permitir una rápida igualación de la tasa de interés interna con la internacional, o intentar cerrar, parcialmente al menos, dicha brecha. Lo primero habría sido esencialmente contradictorio con la estrategia global y habría conducido a un gasto excesivo, una mayor inflación y/o una apreciación adicional del peso y a un abultado déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, con la consiguiente mayor vulnerabilidad externa. En consecuencia, la política seguida fue reducir la brecha de tasas de interés mediante una graduación de la velocidad a la que se podía ingresar financiamiento externo por parte de empresas radicadas en Chile, así como desincentivando la entrada de capitales de corto plazo, encareciéndola.

En efecto, complementando las políticas fiscal del gobierno, y las monetaria, cambiaria y de reservas internacionales, el Banco Central siguió una política de apertura financiera externa gradual y, además, selectiva.

De un lado, se abrió significativamente la salida de capitales para residentes y no residentes. Los exportadores quedaron con total libertad para disponer de sus divisas tanto dentro como fuera de Chile. Además, se liberalizó completamente la inversión de personas naturales y empresas no financieras en el exterior. Las excepciones fueron los bancos, fondos de pensiones, las compañías de seguros y los fondos mutuos, los que se liberalizaron más lentamente, tanto por restricciones legales como por consideraciones prudenciales. Como resultado de lo anterior, la inversión de chilenos en el exterior adquirió gran dinamismo y un muy significativo volumen, teniendo una fuerte y creciente presencia, sobre todo en países de la región, en las más diversas áreas de actividad. También hubo una creciente liberalización a la salida de capitales de no residentes, ya que se disminuyó de tres años a un año el plazo mínimo para repatriar capitales de inversiones extranjeras, se liberalizó totalmente la salida de inversiones originadas en la conversión de deuda externa (vinculada a la crisis de comienzos de los años ochenta) y se liberalizó el prepago de deudas con el exterior, así como el porcentaje mínimo de crédito externo que debía acompañar a la inversión extranjera directa hacia Chile.

En cuanto a la entrada de capitales, se registró un fuerte aumento en el flujo de inversión extranjera directa y se autorizaron y desarrollaron nuevos mecanismos de captación de fondos externos, tales como los



ADR, bonos y bonos convertibles en acciones, cuyas condiciones también fueron liberalizadas a lo largo del tiempo.

Esa modalidad de apertura de la cuenta de capitales permitió una creciente y sólida integración de la economía chilena a los mercados de capitales internacionales, sin incrementar su vulnerabilidad externa ni hipotecar la autonomía de su política monetaria. En efecto, la gradualidad y selectividad de la apertura de la cuenta de capitales desincentivó la llegada de flujos orientados al mercado bursátil, debido a la exigencia de un año mínimo de permanencia requerida y, por esa vía, se evitó una burbuja de precios en ese mercado. Asimismo, las empresas que quisieron captar capitales internacionales lo pudieron hacer solo gradualmente, lo que contribuyó a una apreciación no traumática del peso chileno.

El otro componente de la política de la cuenta de capitales externos fue la imposición de un encaje no remunerado, por el plazo de un año, para la mayor parte de los créditos externos y otras fuentes de financiamiento en moneda extranjera; ello significó un gravamen a la entrada de financiamiento externo, cuya carga era función inversa del plazo de dicho financiamiento. Por esta vía se desincentivó el financiamiento externo de corto plazo, encareciéndolo directamente, y se contribuyó a que la mayor parte de los agentes económicos enfrentaran una tasa de interés similar, definida por el Banco Central, para el logro del equilibrio interno.

La apertura financiera, gradual y selectiva, permitió cambiar la composición de las acreencias externas sobre Chile, incrementándose la participación del capital de riesgo en relación con el endeudamiento externo y, dentro de este último, el de largo plazo respecto del de corto plazo. Ello contribuyó a reducir la vulnerabilidad de la economía chilena respecto de los vaivenes de la economía mundial así como de eventuales cambios en las expectativas de los agentes económicos internacionales.

Cabe destacar que a pesar de que en ese período algunos países de la región llevaron a cabo políticas formalmente más “liberales o aperturistas” que las de Chile en relación con la cuenta de capitales de la balanza de pagos, registraron tasas de interés domésticas mayores que las chilenas, así como mayores diferenciales respecto a las tasas de interés internacionales. Ello, que aparentemente debió ser a la inversa, se explica principalmente por el mayor riesgo-país y/o de devaluación

de aquellos países en comparación al caso chileno. En consecuencia, no es obvio que por llevar a cabo una apertura financiera total y rápida un país se vaya a integrar, efectivamente, en forma sólida y permanente, a los mercados internacionales de capital. Asimismo, se suele decir que el buen desempeño macroeconómico de Chile en los primeros años de los noventa se debió al elevado nivel de ahorro interno, más que a la estrategia macroeconómica. Cabe señalar, sin embargo, que el ahorro interno no es una constante, independiente de dicha estrategia en general, ni de la estrategia relativa al financiamiento externo en particular. En efecto, los estudios empíricos y la experiencia sugieren que políticas “ingenuas” en relación con el influjo de financiamiento externo suelen llevar a que el ahorro externo, que en muchas ocasiones está concentrado en el muy corto plazo, financie un exceso de gasto de consumo doméstico y reduzca el ahorro interno.

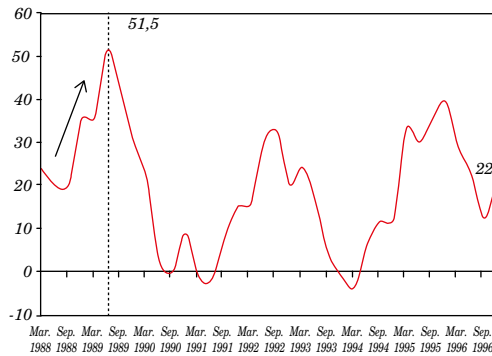
## **Resultados**

Cabe mencionar el favorable contexto doméstico, con la excepción del sobrecalentamiento inicial de 1989, en que se desarrolló la macroeconomía chilena durante los años noventa. En efecto, importantes reformas económicas de carácter estructural, que no se dieron en forma lineal sino que a través de un costoso proceso de ensayo y error, llevaban ya un prolongado período en aplicación y comenzaban a manifestarse sus beneficios. También, y más allá de la discusión en cuanto al ritmo de crecimiento del gasto público, con su impacto sobre el “mix” de política fiscal y monetaria, los esfuerzos de coordinación entre el Banco Central, sin afectar su autonomía, y el Ministerio de Hacienda en la formulación y ejecución de la política macroeconómica de la primera mitad de los años noventa fue determinante para el logro de los muy buenos resultados macroeconómicos.

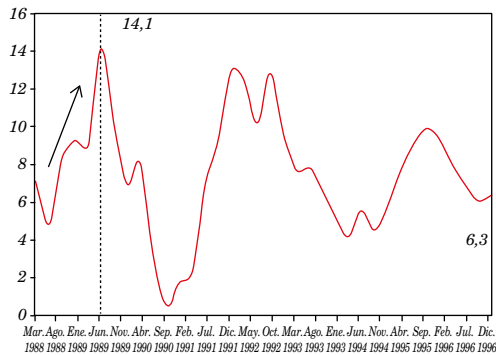
En efecto, en el quinquenio 1992-1996 el PIB creció a un ritmo real anual de 7,5% y la tasa de desempleo fue 7%. Las remuneraciones reales aumentaron al mismo ritmo que la productividad media del trabajo: 4,7% anual. La formación bruta de capital fijo se incrementó en 14% anual, casi doblando el ritmo de crecimiento del PIB y el ahorro interno alcanzó un promedio de 25% del PIB. El superávit fiscal fue 1,8% del PIB mientras que el ahorro fiscal alcanzó al 5% del PIB. La tasa de interés real de colocaciones bancarias entre noventa días y un año fue 8,9% anual. La deuda pública interna (del Banco Central), como porcentaje del PIB, se redujo, y su plazo de vencimiento creció



**Gráfico 2. Chile: Tasa Anual de Crecimiento de las Importaciones (%)**

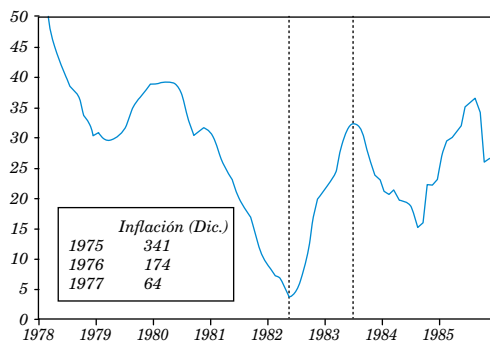


**Gráfico 3. Chile: Tasa Anual de Crecimiento del PIB (%)**



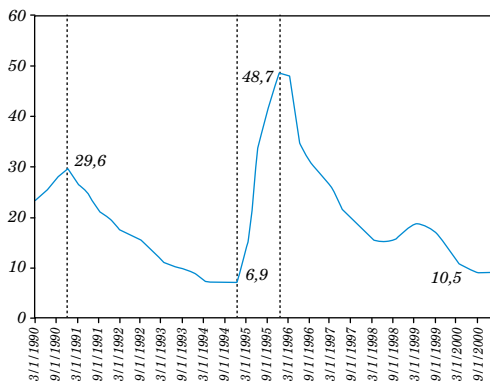
Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico 4. Chile: Inflación Anual (%)**



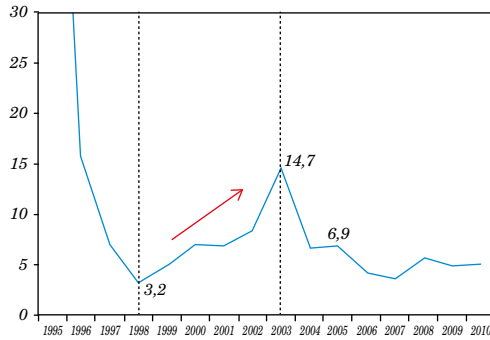
Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico 5. México: Tasa de Inflación Anual (%)**



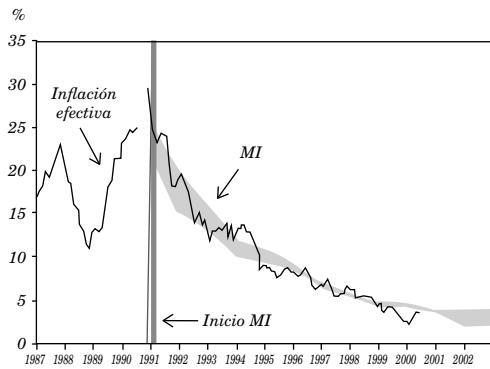
Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico 6. Brasil: Tasa de Inflación Anual (%)**



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico 7. Chile: Inflación y Metas de Inflación (%)**



Fuente: Banco Central de Chile.



## IV. CAPÍTULO III

PRESENTACIÓN REALIZADA  
EN LA CONFERENCIA SOBRE  
LOS 25 AÑOS DE AUTONOMÍA  
DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

Carlos Massad A.  
*Presidente del Banco Central de Chile*

*1996-2003*



## **Carlos Massad A.,**

Presidente del Banco Central de Chile 1996-2003<sup>1</sup>



CARLOS MASSAD ABUD fue Presidente del Banco Central de Chile entre septiembre de 1996 y abril del 2003.

Además, fue Vicepresidente del Instituto Emisor entre 1964 y 1967, convirtiéndose luego en Presidente de esta institución por primera vez, desde 1967 hasta 1970.

Es Ingeniero Comercial y Licenciado en Ciencias Económicas de la Universidad de Chile y Master of Arts y Ph.D. Candidate de la Universidad de Chicago. Además, fue galardonado como Doctor Honoris Causa de la Universidad San Sebastián de Chile y Premio Nacional del Colegio de Ingenieros de Chile.

Actualmente, es profesor titular y emérito de la Universidad de Chile y miembro del directorio de instituciones y organizaciones sin fines de lucro.

Con anterioridad, fue Ministro de Salud, Director Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) y Presidente Ejecutivo de la Fundación Eduardo Frei Montalva. Además, desempeñó diversos cargos en organismos internacionales como el Banco Mundial y la Comisión Económica para América Latina de las Naciones Unidas (Cepal), entre otros.

En el plano académico, ha sido profesor de universidades chilenas y extranjeras. Es autor de numerosos libros y artículos en revistas nacionales e internacionales.

1. Presentación realizada en el panel de ex-Presidentes del Banco Central de Chile en la Conferencia “The Role of Central Banks in Modern Times: Twenty-Five Years into the Central Banks of Chile’s Independence”, llevada a cabo en Santiago, el 24 de octubre de 2014.

Pienso que no deberíamos estar conmemorando solo la independencia del Banco Central: deberíamos estar celebrando su éxito. Permítanme un vistazo rápido al pasado para ilustrar lo que digo.

Cuando aún era un joven estudiante de economía a mediados del siglo veinte, participé en demostraciones callejeras en contra de la inflación. En el siglo pasado la inflación promedio fue de cerca de 30% anual, con años en 80%, como 1955, y más del 800% en 1973.

Obviamente tales marchas no ayudaron a estabilizar los precios, pero sí estimularon mi interés por estudiar el problema. Como ayudante de investigación en el Instituto de Economía de la Universidad de Chile, me adentré en las causas y consecuencias de las alzas persistentes de los precios. Mi tesis sobre la inflación monetaria en Chile, que surgió como resultado de dicha investigación, apareció publicada como capítulo del primer libro del Instituto de Economía: *El Desarrollo Económico de Chile, 1940-1956*.

En 1964 fue elegido Presidente de la República don Eduardo Frei Montalva. Uno de los temas principales de su campaña había sido acelerar el crecimiento de la economía mientras al mismo tiempo se reducía gradualmente la tasa de inflación. Tenía yo 32 años cuando él propuso mi nombre como Vicepresidente del Banco Central y, tres años después, como su Presidente. De manera que fui testigo privilegiado y participante activo de los logros y fracasos de la época.

Se anunciaron metas de inflación para los tres primeros años, con una reducción gradual: 25% para el primer año; 15% para el segundo y 10% para el tercero. Esto entraba en conflicto con el enfoque entonces vigente en las instituciones internacionales, que promovían una política de *shock*: detención brusca de la inflación usando como ancla el tipo de cambio. Las políticas de gobierno fueron fieles a las metas, en la primera experiencia que conozco de metas de inflación en el mundo. Los primeros dos años la meta se cumplió, pero luego se hizo imposible continuar debido a dificultades políticas. La inflación bajó pero luego volvió a subir para volver a ubicarse en un porfiado 30% anual.

La inflación había hecho añicos los mercados financieros y de capitales, de modo que no era factible diseñar operaciones de mercado abierto para ayudar a controlar la tasa de expansión de la base monetaria. El máximo para la tasa de interés, que era inferior a la

tasa de inflación, estaba determinado por ley, así que las tasas de interés real del sistema bancario eran negativas. Para peor, el Banco Central tenía el mandato de financiar los déficits fiscales. A pesar de que se introdujeron medidas diseñadas para corregir en algo estas deficiencias, el ambiente político e institucional no propiciaba una política monetaria adecuada, por decir lo menos.

Sin embargo, tuvimos un éxito extraordinario en cuanto a cerrar la brecha externa. Una nueva política cambiaria permitía hacer cambios pequeños y frecuentes en el tipo de cambio determinados por el Banco Central, consistentes con la detención gradual de la inflación. Esto también desafiaba el pensamiento general de la época, incluidas las instituciones internacionales: se defendía el tipo de cambio nominal fijo, hasta que el desempleo y la recesión derivaran en presiones políticas imposibles de resistir.

La nueva política, que más tarde se llamó “tipo de cambio reptante”, o “crawling peg”, consistente con la reducción gradual de la inflación, fue diseñada para defender el sector externo de los efectos de esta. Permitió reducir drásticamente los controles arbitrarios en el mercado cambiario y en las importaciones y exportaciones, a la vez que facilitó la reconstrucción de las reservas internacionales netas. Las instituciones del mercado financiero que operaban con el país eran básicamente oficiales, estatales o internacionales, de manera que los movimientos de capitales no impedían la operación eficiente del cambio reptante.

A pesar de las graves dificultades políticas, se lograron otros importantes objetivos del Gobierno, pero no el de la tasa de inflación. En el ámbito financiero, se creó la Unidad de Fomento, llamada así porque estaba destinada a promover el ahorro y el desarrollo de los mercados financieros y de capitales de largo plazo, otra medida revolucionaria en la época, y fuertemente criticada que, sin embargo, tuvo pleno éxito en el desarrollo posterior de los mercados. Se crearon los Certificados de Ahorro Reajutable del Banco Central para iniciar operaciones de mercado abierto, ya que no se disponía de otros valores públicos confiables. Se estableció un impuesto a las tasas de interés, dirigido a lograr costos reales para las operaciones de crédito. Y diversas otras medidas de regularización de los mercados financieros y de crédito que no corresponde detallar aquí.

Dejé el Banco en noviembre de 1970.

La inflación siguió campante, y llegó a niveles tan destructivos que fue uno de los factores que llevaron a la ruptura del proceso democrático en 1973.

En 1996, el Presidente Eduardo Frei Ruiz-Tagle propuso mi nombre en el Senado para el cargo de Consejero del Banco Central. Tras algunas turbulencias, el Senado aprobó mi designación y el Presidente me nombró Presidente del Banco Central. La inflación venía bajando año a año desde 1989, precisamente el año en que el Banco obtuvo su autonomía. Siguió bajando en forma sistemática, mientras el Banco anunciaba todos los años en septiembre la meta que regiría al año calendario siguiente. El tipo de cambio se movía dentro de una banda establecida por el Banco Central, de modo que el Banco ofrecía implícitamente un seguro cambiario limitado y gratuito. Este seguro no cubría todos los eventos, ya que el Banco estaba obligado a modificar de vez en cuando los bordes de la banda, compelido por los movimientos de capitales a pesar de las normas vigentes.

El principal instrumento de política del Banco era una tasa de interés intradiaria que se fijaba por sobre la tasa de variación de la unidad de fomento. El seguro cambiario gratuito, junto con una tasa de interés local relativamente alta en comparación con las tasas externas, estimulaba el endeudamiento externo y los descalces monetarios en toda la economía, incluido el sector financiero nacional.

Para 1997, era claro que se necesitaba hacer importantes ajustes a las políticas. Esto quedó en evidencia frente a la Crisis Asiática, cuando repentinamente cesaron los flujos de capitales hacia la economía chilena, con una fuerte presión sobre el peso. La respuesta obvia de política debería haber sido una mezcla de flotación cambiaria y mayores tasas de interés, pero la flotación no era una opción factible en el momento, por lo que las tasas de interés debían soportar toda la violencia de la mayor presión.

El Banco ya había empezado a prepararse gradualmente para la flotación. Estableció límites para los descalces de monedas, de plazos y de tasas de interés en el sector financiero, e indirectamente en el sector no financiero; se estimularon las operaciones *forward* y los derivados cambiarios, de modo que el sector privado pudiera cubrirse por sí solo del riesgo cambiario. Poco más tarde se ensanchó la banda en forma gradual hasta que se hizo completamente irrelevante: el peso,

sin grandes declaraciones formales, ya flotaba. Y la tasa de interés de política se estableció en términos nominales, con lo que se la desacopló de la UF: este fue un paso importante, ya que daba mucha mayor flexibilidad a la política monetaria y se la hacía consistente con la flotación cambiaria.

Con el cambio flotante, el Banco ganó grados de libertad para la política monetaria, y los controles administrativos a los movimientos de capitales perdieron relevancia. Como la inflación ya mostraba niveles aceptables de largo plazo, se instauró una nueva forma de operación para la meta de inflación: se estableció una meta permanente centrada en 3%, con un rango de tolerancia de entre 2 y 4%.

Este nuevo enfoque de política comenzó a operar en 1999 con el apoyo del Presidente Frei Ruiz-Tagle. El año 2000 se complementó con una nueva forma de manejo fiscal: un enfoque estructural del equilibrio fiscal, ingrediente fundamental de política macroeconómica introducido por el Ministro de Hacienda Nicolás Eyzaguirre y respaldado por el Presidente Ricardo Lagos. Este enfoque monetario, cambiario y fiscal, único en el mundo en sus orígenes ha estado en vigencia, con ajustes menores, en los últimos 15 años, el período más largo de políticas macroeconómicas estables en la historia de Chile.

Con frecuencia me pregunto si los cambios de política del nuevo milenio podrían haberse realizado si las autoridades del Banco Central hubieran dependido de alguna otra persona o entidad política. Mi respuesta era y sigue siendo negativa. De hecho, algunos de los cambios de política de la época enfrentaron la oposición de varios distinguidos economistas, de Chile y del exterior, del sector privado y del sector público, lo que retrasó, pero no impidió, la ejecución de los cambios aunque aumentó sus costos.

Todos conocemos los resultados: la inflación está contenida; el país está a la cabeza de América Latina en términos de ingreso per cápita, calidad de vida y reducción de la pobreza. Estos logros no se deben únicamente a las políticas macroeconómicas, pero sin duda dichas políticas cumplieron un rol decisivo, reconocido en todas partes. Este es el éxito que deberíamos celebrar hoy.

Todavía queda mucho por hacer, y la política monetaria no puede hacerlo todo. Pero nuestro Banco Central es hoy por hoy una de las

instituciones más respetadas del país, y su credibilidad, que logró a algún costo, se afirma en el hecho de que, a pesar de las turbulencias de los mercados mundiales, la expectativa inflacionaria de largo plazo continúa anclada en 3% anual.

La comparación entre estos dos eventos, el de 1964-1970 y el de 1998-2000, nos enseña otra lección. Las políticas más apropiadas en cada ocasión no son siempre las mismas. El actual marco de política no es el fin de la historia. Las políticas adecuadas dependen de muchas circunstancias diferentes. Las políticas existentes no resuelven todos los problemas en todas las circunstancias. La formulación de políticas es un ejercicio de nunca acabar, que exige investigación permanente y creatividad, lo que la independencia ayuda a desarrollar.

Sin embargo, todo cambio de políticas tiene su costo. Se debe evaluar y establecer con cuidado; se debe explicar a la comunidad; se debe defender de las críticas de sectores políticos, sociales y académicos. Inevitablemente, genera dudas y desconfianzas. Además, hay un costo de ajuste de los agentes económicos a las nuevas políticas. Esto ha quedado muy claro recientemente, cuando se ha anunciado importantes cambios en materia educacional y fiscal, así que no necesito abundar en el tema.

Pero hay una característica particular de los mercados que ayuda a reducir los costos de ajuste: la flexibilidad. Un tipo de cambio flexible provee un medio eficiente de absorber un cambio de circunstancias en el sector externo. La flexibilidad del mercado laboral, con la debida compensación vía beneficios a los desempleados y sus familias permite un ajuste más eficiente cuando cambian los precios relativos. La flexibilidad de la tasa de interés de mercado ayuda a incorporar a más personas al mercado financiero y a crear más oportunidades de emprendimiento y empleo; la flexibilidad de los precios relativos permite transmitir mejor las señales de los consumidores a los productores, induciendo mejoras de productividad que benefician a toda la economía.

Pero para que la flexibilidad sea eficiente, tiene que haber competencia. La flexibilidad aborrece las conductas monopólicas. Así, la flexibilidad necesita estar acompañada de autocontrol y una fuerte acción anticollusión y antimonopolio por parte de la autoridad. Se ha mejorado en ese sentido, pero aún queda un largo camino por recorrer.

Permítanme terminar con una nota muy personal. Estoy convencido de que a las nuevas generaciones les costará apreciar los sentimientos de los banqueros centrales y del Banco Central que vivieron durante su mandato la victoria en una batalla contra la inflación, que duró un siglo. Y a la generación actual le costaría entender el sentimiento de frustración que un resurgimiento de la inflación echaría encima de quienes libraron la batalla ganadora. Se pagaron los costos... ¿habrá que pagarlos otra vez?

## ANEXO 1

### NOTICIAS EN MEDIOS DE COMUNICACIÓN SOBRE LOS INICIOS DE LA AUTONOMÍA



**EL DIARIO** FINANZAS ECONOMÍA DESARROLLO

**Propone Ley en Estudio: Autonomía Cambiaría al Bco. Central**

Anteproyecto en consulta en análisis en el por la Junta de Gobierno.

**En Agosto: Cayó el Superávit Comercial**

Se debió a un resqueamiento de importaciones. El excedente mensual bajó a US\$ 50,4 millones.

**No Hay Ventas Adicionales Privatizaciones Están Resueltas**

Los bancos que se vendieron ya no están en venta. Los bancos que se vendieron ya no están en venta.

**Actividad**

El nivel de actividad económica mostró una recuperación en agosto. El índice de actividad económica mostró una recuperación en agosto.

**Fisa**

El Fisco anticipa un déficit de 100 millones de dólares en el primer trimestre de 1989.

**Cumsville**

El gobierno cumplió con sus obligaciones financieras. El gobierno cumplió con sus obligaciones financieras.

**VENTA**

El Banco Central vendió 10 millones de dólares en el primer trimestre de 1989.

1988, noviembre 4. El Diario

**¡Al fin autónomo!**

Exposición de la Junta de Gobierno del Banco Central.

**Parte Temporada de Embarques Fruteros**

Se estima que esta temporada el volumen de exportaciones de frutas será del orden de los 150 millones de dólares, un 20% más que la temporada anterior.

**Ofertas Por Pagarés En Chile**

El gobierno de Chile ha emitido un llamado a la inversión en pagarés. El gobierno de Chile ha emitido un llamado a la inversión en pagarés.

1989, agosto. Revista Qué Pasa

**EL MERCURIO**

**Ceremonia en La Moneda: Juraron Cinco Nuevos Ministros En el Gabinete**

**Candidatos Podrán Retirar Postulación**

**De la Pospuesta: Polonia Tendrá Su Primer Gobierno No Comunista**

**Aprobada Ley Que Consagra Autonomía del Banco Central**

**Transporte Urbano De Lima Se Sumó A Huelgas en Perú**

1989, agosto 18. El Mercurio

**Listo el nuevo Consejo del Banco Central; logrado consenso entre gobierno y oposición**

- Segundo gran acuerdo político después de las Reformas Constitucionales.
- Los negociadores, el ministro Carlos Cáceres y Alejandro Foxley, lograron mantener reserva total sobre las conversaciones.
- Andrés Bianchi, Alfonso Serrano, Enrique Seguel, Roberto Zahler y Juan Eduardo Herrera.

**Formada de acuerdo**

Antes de llegar al acuerdo, fueron vinculadas a la parte opositora en...

1989, diciembre 4. La Segunda



### Empresarios y académicos están optimistas con nuevo Consejo del Banco Central

Optimistas y satisfechos de nuevo algunos empresarios y académicos frente al nuevo Consejo Directivo del Banco Central, que será presidido por Andrés Bianchi.

Dijeron que se trata de un "nuevo buen asesor", que dará estabilidad económica política y tranquilidad a los inversionistas.

El presidente de ADEXA, Gustavo Baranda, consideró la designación de los nuevos consejeros como un "buen buen asesor". A su juicio era absolutamente necesario contar con un Consejo del Banco Central, que representara a diversos sectores políticos.

Destacó la gestión cumplida por el ministro del Interior, Carlos Caceres, ya que significó una tranquilidad. Asimismo, destacó que las modificaciones hechas en el Consejo del Banco Central, de acuerdo con las dificultades que ellos observan.



Al gobierno a ser más responsable en sus procedimientos. "Si la autoridad quiere respetar algo y regular la política fiscal, pero cree que necesitará un freno para estar, por ejemplo, el impuesto indirecto. Perovicá a mejorar una línea monetaria seria y cree que los países tienen estabilidad cuando cuentan con política monetaria y un gobierno serio y la garantía de la del Banco Central".

**Inflación no se disipará**

Por su parte, el economista del Instituto de Economía de la Universidad Católica, Jorge Barza, afirmó que está muy contento con la designación de los nuevos miembros del Consejo del Banco Central, ya que considera que la constitución del organismo dependerá del momento de la gestión y de la importancia para el país de cada uno de los miembros que lo conforman y también por la tranquilidad de los inversionistas.

La información al respecto, trasladada por el diario "La Nación", es que el Banco Central autónomo, presidido por Andrés Bianchi, fue designado por el Consejo de Gobierno. La lista, que será designada por el Consejo de Gobierno, incluye a los señores: Francisco J. Labbe, J. Domínguez y G. Baranda. El nuevo Consejo del Banco Central se reunirá el día 15 de diciembre en la sede del Banco Central, que se encuentra en la calle de la Libertad, número 1000. El nuevo Consejo del Banco Central se reunirá el día 15 de diciembre en la sede del Banco Central, que se encuentra en la calle de la Libertad, número 1000.

## A. Bianchi designado presidente del Consejo del Banco Central

El abogado y economista que se desempeña actualmente como secretario ejecutivo de la Cgria, Andrés Bianchi, fue designado presidente del Consejo del Banco Central por un período de dos años.

La información al respecto, trasladada por el diario "La Nación", es que el Banco Central autónomo, presidido por Andrés Bianchi, fue designado por el Consejo de Gobierno. La lista, que será designada por el Consejo de Gobierno, incluye a los señores: Francisco J. Labbe, J. Domínguez y G. Baranda. El nuevo Consejo del Banco Central se reunirá el día 15 de diciembre en la sede del Banco Central, que se encuentra en la calle de la Libertad, número 1000.

El nuevo Consejo del Banco Central contará con funciones al primer día de diciembre en la sede del Banco Central, que se encuentra en la calle de la Libertad, número 1000.

Además, se prevé una reunión preliminar del Consejo del Banco Central, que se celebrará el día 15 de diciembre en la sede del Banco Central, que se encuentra en la calle de la Libertad, número 1000.

1989, diciembre 5. La Segunda

1989, diciembre 5. La Tercera

### Positivas Reacciones por Consejo del Bco. Central

Opiniones de Andrés Allamand, Pablo Barzosa, Ricardo Lagos, Julio Salas, Francisco Javier Errázuriz, Fernando Lete, Julio Dribbich y Miguel Otero.

Francisco Javier Errázuriz, secretario ejecutivo de la Cgria, dijo que es un "buen asesor" que dará estabilidad económica política y tranquilidad a los inversionistas.

El presidente de ADEXA, Gustavo Baranda, consideró la designación de los nuevos consejeros como un "buen buen asesor". A su juicio era absolutamente necesario contar con un Consejo del Banco Central, que representara a diversos sectores políticos.

Destacó la gestión cumplida por el ministro del Interior, Carlos Caceres, ya que significó una tranquilidad. Asimismo, destacó que las modificaciones hechas en el Consejo del Banco Central, de acuerdo con las dificultades que ellos observan.

Al gobierno a ser más responsable en sus procedimientos. "Si la autoridad quiere respetar algo y regular la política fiscal, pero cree que necesitará un freno para estar, por ejemplo, el impuesto indirecto. Perovicá a mejorar una línea monetaria seria y cree que los países tienen estabilidad cuando cuentan con política monetaria y un gobierno serio y la garantía de la del Banco Central".

**ANDRÉS ALLAMAND**

El nuevo Consejo del Banco Central, que será presidido por Andrés Bianchi, fue designado por el Consejo de Gobierno. La lista, que será designada por el Consejo de Gobierno, incluye a los señores: Francisco J. Labbe, J. Domínguez y G. Baranda. El nuevo Consejo del Banco Central se reunirá el día 15 de diciembre en la sede del Banco Central, que se encuentra en la calle de la Libertad, número 1000.

**FERNANDO LETE**

Por su parte, el economista del Instituto de Economía de la Universidad Católica, Jorge Barza, afirmó que está muy contento con la designación de los nuevos miembros del Consejo del Banco Central, ya que considera que la constitución del organismo dependerá del momento de la gestión y de la importancia para el país de cada uno de los miembros que lo conforman y también por la tranquilidad de los inversionistas.

**FABIAN BARAZOSA**

El nuevo Consejo del Banco Central, que será presidido por Andrés Bianchi, fue designado por el Consejo de Gobierno. La lista, que será designada por el Consejo de Gobierno, incluye a los señores: Francisco J. Labbe, J. Domínguez y G. Baranda. El nuevo Consejo del Banco Central se reunirá el día 15 de diciembre en la sede del Banco Central, que se encuentra en la calle de la Libertad, número 1000.

**PAUL BERTHON**

El nuevo Consejo del Banco Central, que será presidido por Andrés Bianchi, fue designado por el Consejo de Gobierno. La lista, que será designada por el Consejo de Gobierno, incluye a los señores: Francisco J. Labbe, J. Domínguez y G. Baranda. El nuevo Consejo del Banco Central se reunirá el día 15 de diciembre en la sede del Banco Central, que se encuentra en la calle de la Libertad, número 1000.

1989, diciembre 6. El Mercurio

## Amplios sectores consideran positivas las designaciones en el Banco Central

Concentración monetaria, en declaración de Francisco Aguirre, que "el acuerdo logrado respecto del gobierno no implicó rescindir" al propósito de introducir modificaciones a la legislación sobre la materia.

Respecto del gobierno y la concentración monetaria, Aguirre dijo que el acuerdo logrado respecto del gobierno no implicó rescindir al propósito de introducir modificaciones a la legislación sobre la materia.

El ministro de Economía, Andrés Allamand, dijo que el acuerdo logrado respecto del gobierno no implicó rescindir al propósito de introducir modificaciones a la legislación sobre la materia.

El nuevo Consejo del Banco Central, que será presidido por Andrés Bianchi, fue designado por el Consejo de Gobierno. La lista, que será designada por el Consejo de Gobierno, incluye a los señores: Francisco J. Labbe, J. Domínguez y G. Baranda. El nuevo Consejo del Banco Central se reunirá el día 15 de diciembre en la sede del Banco Central, que se encuentra en la calle de la Libertad, número 1000.

El nuevo Consejo del Banco Central, que será presidido por Andrés Bianchi, fue designado por el Consejo de Gobierno. La lista, que será designada por el Consejo de Gobierno, incluye a los señores: Francisco J. Labbe, J. Domínguez y G. Baranda. El nuevo Consejo del Banco Central se reunirá el día 15 de diciembre en la sede del Banco Central, que se encuentra en la calle de la Libertad, número 1000.

El nuevo Consejo del Banco Central, que será presidido por Andrés Bianchi, fue designado por el Consejo de Gobierno. La lista, que será designada por el Consejo de Gobierno, incluye a los señores: Francisco J. Labbe, J. Domínguez y G. Baranda. El nuevo Consejo del Banco Central se reunirá el día 15 de diciembre en la sede del Banco Central, que se encuentra en la calle de la Libertad, número 1000.

El nuevo Consejo del Banco Central, que será presidido por Andrés Bianchi, fue designado por el Consejo de Gobierno. La lista, que será designada por el Consejo de Gobierno, incluye a los señores: Francisco J. Labbe, J. Domínguez y G. Baranda. El nuevo Consejo del Banco Central se reunirá el día 15 de diciembre en la sede del Banco Central, que se encuentra en la calle de la Libertad, número 1000.

El nuevo Consejo del Banco Central, que será presidido por Andrés Bianchi, fue designado por el Consejo de Gobierno. La lista, que será designada por el Consejo de Gobierno, incluye a los señores: Francisco J. Labbe, J. Domínguez y G. Baranda. El nuevo Consejo del Banco Central se reunirá el día 15 de diciembre en la sede del Banco Central, que se encuentra en la calle de la Libertad, número 1000.

El nuevo Consejo del Banco Central, que será presidido por Andrés Bianchi, fue designado por el Consejo de Gobierno. La lista, que será designada por el Consejo de Gobierno, incluye a los señores: Francisco J. Labbe, J. Domínguez y G. Baranda. El nuevo Consejo del Banco Central se reunirá el día 15 de diciembre en la sede del Banco Central, que se encuentra en la calle de la Libertad, número 1000.

El nuevo Consejo del Banco Central, que será presidido por Andrés Bianchi, fue designado por el Consejo de Gobierno. La lista, que será designada por el Consejo de Gobierno, incluye a los señores: Francisco J. Labbe, J. Domínguez y G. Baranda. El nuevo Consejo del Banco Central se reunirá el día 15 de diciembre en la sede del Banco Central, que se encuentra en la calle de la Libertad, número 1000.

El nuevo Consejo del Banco Central, que será presidido por Andrés Bianchi, fue designado por el Consejo de Gobierno. La lista, que será designada por el Consejo de Gobierno, incluye a los señores: Francisco J. Labbe, J. Domínguez y G. Baranda. El nuevo Consejo del Banco Central se reunirá el día 15 de diciembre en la sede del Banco Central, que se encuentra en la calle de la Libertad, número 1000.

El nuevo Consejo del Banco Central, que será presidido por Andrés Bianchi, fue designado por el Consejo de Gobierno. La lista, que será designada por el Consejo de Gobierno, incluye a los señores: Francisco J. Labbe, J. Domínguez y G. Baranda. El nuevo Consejo del Banco Central se reunirá el día 15 de diciembre en la sede del Banco Central, que se encuentra en la calle de la Libertad, número 1000.

El nuevo Consejo del Banco Central, que será presidido por Andrés Bianchi, fue designado por el Consejo de Gobierno. La lista, que será designada por el Consejo de Gobierno, incluye a los señores: Francisco J. Labbe, J. Domínguez y G. Baranda. El nuevo Consejo del Banco Central se reunirá el día 15 de diciembre en la sede del Banco Central, que se encuentra en la calle de la Libertad, número 1000.

1989, diciembre 6. Fortín Mapocho

Amplia aprobación dieron los políticos y empresarios a consejo del Banco Central

El acuerdo sobre el directorio del Banco Central... Ampla aprobación dieron los políticos y empresarios a consejo del Banco Central

El acuerdo sobre el directorio del Banco Central... Ampla aprobación dieron los políticos y empresarios a consejo del Banco Central



El acuerdo sobre el directorio del Banco Central... Ampla aprobación dieron los políticos y empresarios a consejo del Banco Central

El acuerdo sobre el directorio del Banco Central... Ampla aprobación dieron los políticos y empresarios a consejo del Banco Central

Andrés Bianchi, Pdte. Consejo del Banco Central

"Consenso en designaciones será vital para el futuro del país"

El presidente del Consejo del Banco Central, Andrés Bianchi, designado por las autoridades del día...

antes de la asamblea nacional... MANUEL CONCHA

MINISTERIO HACIENDA

El Ministro de Hacienda...



Andrés Bianchi, secretario ejecutivo adjunto de CEPAL

1989, diciembre 6. La Época

1989, diciembre 6. La Nación

Declara futuro presidente del B. Central

"El acuerdo es un paso de gran trascendencia"

El futuro presidente del Banco Central, economista Andrés Bianchi, calificó el acuerdo logrado para el nuevo directorio...

Bianchi manifestó que la constitución del consejo del Banco Central con personas de reconocido prestigio...



Favorables reacciones a nombramientos

El presidente del Consejo del Banco Central, Andrés Bianchi, calificó el acuerdo logrado para el nuevo directorio...

El acuerdo sobre el directorio del Banco Central con personas de reconocido prestigio...

El futuro presidente del Banco Central, economista Andrés Bianchi, calificó el acuerdo logrado para el nuevo directorio...

1989, diciembre 6. La Tercera

1989, diciembre 6. La Tercera

### Valoran acuerdo en el Banco Central

Satisfacción general por fórmula pluralista en la designación.

El candidato presidencial Francisco Aylwin valora el acuerdo alcanzado en el momento de su nombramiento en el Banco Central. "Dijo que ello constituye un paso de gran importancia, que el país ha dado."

El candidato a senador por la provincia de Antofagasta, Fernando Lenzi, expresó su satisfacción por el acuerdo alcanzado en el momento de su nombramiento en el Banco Central. "Dijo que ello constituye un paso de gran importancia, que el país ha dado."

El candidato a senador por la provincia de Antofagasta, Fernando Lenzi, expresó su satisfacción por el acuerdo alcanzado en el momento de su nombramiento en el Banco Central. "Dijo que ello constituye un paso de gran importancia, que el país ha dado."

El candidato a senador por la provincia de Antofagasta, Fernando Lenzi, expresó su satisfacción por el acuerdo alcanzado en el momento de su nombramiento en el Banco Central. "Dijo que ello constituye un paso de gran importancia, que el país ha dado."

1989, diciembre 6. Las Últimas Noticias

### Elogian nuevo directorio del Bco. Central

Declaraciones del economista Fernando Lenzi.

CONCEPCIÓN (Sonoma Muebles). El economista Fernando Lenzi, expresó su satisfacción por el acuerdo alcanzado en el momento de su nombramiento en el Banco Central. "Dijo que ello constituye un paso de gran importancia, que el país ha dado."

El candidato a senador por la provincia de Antofagasta, Fernando Lenzi, expresó su satisfacción por el acuerdo alcanzado en el momento de su nombramiento en el Banco Central. "Dijo que ello constituye un paso de gran importancia, que el país ha dado."

El candidato a senador por la provincia de Antofagasta, Fernando Lenzi, expresó su satisfacción por el acuerdo alcanzado en el momento de su nombramiento en el Banco Central. "Dijo que ello constituye un paso de gran importancia, que el país ha dado."

El candidato a senador por la provincia de Antofagasta, Fernando Lenzi, expresó su satisfacción por el acuerdo alcanzado en el momento de su nombramiento en el Banco Central. "Dijo que ello constituye un paso de gran importancia, que el país ha dado."

1989, diciembre 6. Las Últimas Noticias

### "Acuerdo del Banco Central consolidará la democracia"

Dijo coordinador económico de la Concertación, Alejandro Foxley. Destacó actitud del Ministro del Interior.

El coordinador económico de la Concertación, Alejandro Foxley, aseguró que el acuerdo logrado con el gobierno en la designación del consejo del Banco Central cumple con los requisitos de consolidar la democracia, mantener la estabilidad en la economía y avanzar en el esfuerzo social a favor de los sectores que han estado marginados durante estos días.

El candidato a senador por la provincia de Antofagasta, Fernando Lenzi, expresó su satisfacción por el acuerdo alcanzado en el momento de su nombramiento en el Banco Central. "Dijo que ello constituye un paso de gran importancia, que el país ha dado."

El candidato a senador por la provincia de Antofagasta, Fernando Lenzi, expresó su satisfacción por el acuerdo alcanzado en el momento de su nombramiento en el Banco Central. "Dijo que ello constituye un paso de gran importancia, que el país ha dado."

El candidato a senador por la provincia de Antofagasta, Fernando Lenzi, expresó su satisfacción por el acuerdo alcanzado en el momento de su nombramiento en el Banco Central. "Dijo que ello constituye un paso de gran importancia, que el país ha dado."

1989, diciembre 7. Las Últimas Noticias

### Asume el Nuevo Consejo Del Banco Central de Chile

En el Salón de Consejo del Instituto emisor se oficializará el nombramiento de los cinco integrantes del directorio de la entidad.

A las 10.30 horas del día de hoy, se oficializará el nombramiento de los cinco integrantes del directorio del Banco Central de Chile. El acto se realizará en el Salón de Consejo del Instituto Emisor de Moneda y Crédito.

El candidato a senador por la provincia de Antofagasta, Fernando Lenzi, expresó su satisfacción por el acuerdo alcanzado en el momento de su nombramiento en el Banco Central. "Dijo que ello constituye un paso de gran importancia, que el país ha dado."

El candidato a senador por la provincia de Antofagasta, Fernando Lenzi, expresó su satisfacción por el acuerdo alcanzado en el momento de su nombramiento en el Banco Central. "Dijo que ello constituye un paso de gran importancia, que el país ha dado."

El candidato a senador por la provincia de Antofagasta, Fernando Lenzi, expresó su satisfacción por el acuerdo alcanzado en el momento de su nombramiento en el Banco Central. "Dijo que ello constituye un paso de gran importancia, que el país ha dado."

1989, diciembre 9. El Mercurio





1989, diciembre 10. El Mercurio



1989, diciembre 10. La Época

**Afirmó ex presidente de la entidad, Manuel Concha**

### La autonomía del Banco Central evitará un proceso inflacionario

■ Destacó que las exportaciones de Chile, entre noviembre de 1988 y octubre del presente año, llegaron a una cifra récord al totalizar US\$ 8.254,6 millones

El ex presidente del Banco Central, Manuel Concha, afirmó ayer que la autonomía del instituto evitara repetir la larga historia de procesos inflacionarios que se vivió en Chile, al paso que destacó que las exportaciones entre los meses de 1988 y octubre de este año, superan a una cifra récord al totalizar US\$ 8.254,6 millones.

En el discurso que pronunció en la ceremonia oficial al entrar en funciones el nuevo Consejo del instituto antes, Concha afirmó que "el proceso de

apertura al comercio exterior iniciado durante el decenio anterior y el acertado nuestro rastreo de los últimos años, ha permitido que la economía chilena experimente un espectacular crecimiento de sus exportaciones, las que entre noviembre de 1988 y octubre del presente año alcanzaron la cifra récord de US\$ 8.254,6 millones, siendo particularmente importante para garantizar la estabilidad del proceso de crecimiento, el avance conseguido en la diversificación geográfica y por producto de las exportaciones".

"Todos estos desarrollos, aseguró Manuel Concha, han permitido dejar atrás la viciosa penitencia de los dieciséis pasados, sobre el carácter estructural de los problemas de inflación, déficit externo y déficit de dinero para economías como la nuestra".

Se anticipa, a su juicio, al logro más importante de este período: "la alta el compromiso y el reconocimiento de la importancia de los equilibrios macroeconómicos fundamentales en los respectivos prioridades del crecimiento sostenido de los niveles de actividad, empleo, e ingreso de la población".

Concha agregó que "la mantención de las reglas en el tiempo y la disciplina de las autoridades en el manejo de los instrumentos fiscales, monetarios y cambiarios ha resultado ser las condiciones básicas que sustentaron el proceso de desarrollo económico".

El ex jefe recordó que durante el período 1980 la tasa de inflación pasó desde el 90,3% promedio anual observado durante los dos últimos años anteriores a una tasa del 20,8% en el promedio de los últimos cinco años.

Respecto a la autonomía del Banco Central, subrayó que "al establecer las bases para el logro de un cuadro de estabilidad que favorezca el desarrollo de nuestra economía y que evita repetir nuestra larga historia de procesos inflacionarios y periódicos crisis de balanza de pagos, se concretará en el instituto conser la responsabilidad de las decisiones técnicas relacionadas con la estabilidad de precios y el funcionamiento de la balanza de pagos del país".

1989, diciembre 10. La Nación



## ANEXO 2

# FOTOGRAFÍAS DE EVENTOS DEL BANCO CENTRAL DE CHILE DE LOS PRESIDENTES DE LA AUTONOMÍA ENTRE LOS AÑOS 1989 Y 2003<sup>1</sup>

1. Todas las imágenes son parte del archivo fotográfico del Banco Central de Chile, salvo aquellas en que se indica una fuente diferente.





*1990. Conferencia de prensa del primer Consejo de la Autonomía en la Sala de Consejo del Banco Central de Chile. De izquierda a derecha, el Fiscal, José Antonio Rodríguez; el Director de Comercio Exterior y Cambios Internacionales, Gustavo Díaz; el Consejero, Juan Eduardo Herrera; el Vicepresidente, Alfonso Serrano; el Presidente, Andrés Bianchi; el Consejero, Enrique Seguel y el Abogado Jefe, Víctor Vial.*



*1990. Visita de la Comisión de Hacienda del Senado al Consejo del Banco Central de Chile. De izquierda a derecha, el Senador, Eduardo Frei; el Consejero, Roberto Zahler; el Vicepresidente del Instituto Emisor, Alfonso Serrano; el Senador, Jorge Lavandero; el Presidente, Andrés Bianchi; el Senador, Sebastián Piñera; el Consejero, Enrique Seguel; el Senador, Bruno Siebert y el Consejero, Juan Eduardo Herrera.*



1990. El Consejo del BCCh con el Ministro de Hacienda, Alejandro Foxley.



1991, octubre 6. El Presidente del Banco Central de Chile, Andrés Bianchi, expone en la LIII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano realizada en Santiago.



*1991, diciembre 6. Conferencia de prensa del primer Consejo de la Autonomía del Banco Central de Chile. Gentileza El Mercurio.*



*1994, noviembre 14. Exposición del Gerente de la División Internacional del Banco Central de Chile, Guillermo Le Fort, en la XXXI Reunión de técnicos de bancos centrales del Continente Americano.*



1994. El Consejo del BCCh con autoridades del Ministerio de Hacienda. De izquierda a derecha, el Vicepresidente del BCCh, Jorge Marshall; el Subsecretario de Hacienda, Manuel Marfán; el Consejero, Pablo Piñera; el Presidente, Roberto Zahler; el Ministro de Hacienda, Eduardo Aninat y los Consejeros, Enrique Seguel y Alfonso Serrano.



1995, julio 11. El Presidente del BCCh, Roberto Zahler, participa en un seminario sobre economía chilena, organizado por el Instituto Chileno de Administración Racional de Empresas (Icare). De izquierda a derecha, Roberto Zahler; el Presidente de Icare, Ricardo Bacarreza y el Vicepresidente del Banco Santander, Mauricio Larraín. Gentileza El Mercurio.





*1995. Inauguración de la exposición de monedas y billetes con motivo del aniversario N° 75 del Banco Central de Chile. De izquierda a derecha, los ex Presidentes del BCCh, Sergio Molina; Enrique Seguel; Andrés Bianchi; Carlos Cáceres; Hernán Felipe Errázuriz y Luis Mackenna.*



*1996. Reunión del Consejo del Banco Central de Chile. De izquierda a derecha, el Gerente General, Camilo Carrasco; el Consejero, Pablo Piñera; el Vicepresidente, Jorge Marshall; el Presidente, Carlos Massad; los Consejeros, María Elena Ovalle y Alfonso Serrano; el Fiscal, Miguel Ángel Nacur y el Abogado Jefe, Jorge Carrasco.*



1996, septiembre. Informe al Senado del Consejo del Banco Central de Chile. De izquierda a derecha, los Consejeros, Alfonso Serrano y Pablo Piñera; el Vicepresidente, Jorge Marshall; el Presidente, Carlos Massad, y la Consejera, María Elena Ovalle.



1997, agosto 12. Primera Conferencia Anual del Banco Central de Chile. En la foto, de izquierda a derecha, los Presidentes de los bancos centrales de Uruguay, Humberto Capote; de Chile, Carlos Massad, y de la República Argentina, Pedro Pou.



*1997, diciembre 1. El Presidente del Banco Central de Chile, Carlos Massad, presenta el nuevo billete de 2000 pesos en papel.*



*1998, junio 8. El Presidente del BCCh, Carlos Massad, junto a representantes de gremios empresariales, en el lanzamiento del Servicio de Información a los exportadores a través del sitio web del Instituto Emisor.*



1999, mayo 7. Inauguración de la XXXVI Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano. De izquierda a derecha, el Director del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (Cemla), Sergio Ghigliazza; el Presidente del BCCh, Carlos Massad y el Subdirector del Cemla, Luis Alberto Giorgio Burzilla.



1999, julio 16. El Presidente del Banco Central, Carlos Massad, inaugura el Círculo de Economía Política.





*1999, septiembre 20. Primera sesión de la III Conferencia Anual del BCCh. De izquierda a derecha, el Vicepresidente del Banco, Jorge Marshall; el profesor de la Universidad de Stanford, John Taylor y el profesor de la Universidad Católica de Chile, Francisco Rosende.*



*1999, octubre 27. Reunión del Comité de Estadísticas de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional (FMI) en Chile. De izquierda a derecha, el Gerente de Análisis Internacional, Andrés Reinstein; el Jefe de la División de Balanza de Pagos y Deuda Externa I del FMI, Neil Patterson; el Presidente del Banco, Carlos Massad y el Gerente de la División Internacional, Guillermo Le Fort.*



2000. El Consejo del BCCh con el Ministro de Hacienda, Nicolás Eyzaguirre. De izquierda a derecha, los Consejeros, María Elena Ovalle y Pablo Piñera; el Vicepresidente, Jorge Marshall; el Presidente, Carlos Massad; Nicolás Eyzaguirre y el Consejero, Jorge Desormeaux.



2000, mayo 16. Presentación del primer Informe de Política Monetaria (IPoM) ante la Comisión de Hacienda del Senado, en Valparaíso.



2000, agosto 11. El Presidente del BCCh, Carlos Massad junto al Presidente de la República, Ricardo Lagos, en la exposición del aniversario N° 80 del Banco. En la fotografía, se aprecian dos esculturas realizadas con barras de cobre chileno rescatadas del mar, después de casi 150 años. Las piezas estuvieron sumergidas al sur de Chiloé desde mediados de 1853, debido al naufragio de la barca británica Mary Imrie que las llevaba como exportación a Inglaterra.



2000, noviembre 30. Inauguración de la IV Conferencia Anual del BCCh. De izquierda a derecha, el Director del Sovereign Advisory Group de Merrill Lynch, Jacob Frenkel; el Presidente del BCCh, Carlos Massad y el Gerente de la División Estudios, Felipe Morandé.



*2001, marzo 1. Conferencia de prensa conjunta del BCCh y el Servicio Nacional de Aduanas para concretar el traspaso de funciones de comercio exterior a dicha institución. De izquierda a derecha, el gerente de la División Internacional del Instituto Emisor, Esteban Jadresic; la Subsecretaria de Hacienda, María Eugenia Wagner; el Presidente del BCCh, Carlos Massad y el Director del Servicio Nacional de Aduanas, Cristián Palma.*



*2001, marzo 20. Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales realizada en Santiago.*





*2001, julio 20. El Presidente del BCCh, Carlos Massad y ex Presidentes de la institución inauguran la Galería de los Presidentes. De izquierda a derecha, el ex Presidente, Roberto Zahler; el Presidente, Carlos Massad y los ex Presidentes, Andrés Bianchi y Sergio Molina.*



*2001, septiembre 12. Presentación del Informe de Política Monetaria (IPoM) al Senado en Valparaíso. De izquierda a derecha, los Consejeros, José De Gregorio y Jorge Desormeaux; el Vicepresidente, Jorge Marshall; el Presidente, Carlos Massad, y la Consejera, María Elena Ovalle.*



2001, diciembre 14. Lanzamiento la nueva moneda de 100 pesos. De izquierda a derecha, el Ministro de Hacienda, Nicolás Eyzaguirre; el Presidente de la República, Ricardo Lagos y el Presidente del BCCh, Carlos Massad.



2001, diciembre 17. Lanzamiento del primer libro de la serie “Banca Central, Análisis y Políticas Económicas” del BCCh. De izquierda a derecha, el economista del CEP, Rodrigo Vergara; el Ministro de Hacienda, Nicolás Eyzaguirre; el Presidente del BCCh, Carlos Massad y el Gerente de la División Estudios, Felipe Morandé.



*2002, enero 17. Lanzamiento de los volúmenes II al V de la serie “Banca Central, Análisis y Políticas Económicas”. De izquierda a derecha, el economista del Banco Mundial, Norman Loayza; la Subdirectora Gerente del FMI, Anne Krueger; el Presidente del BCCCh, Carlos Massad y el Gerente de Investigación Económica del Banco, Klaus Schmidt-Hebbel.*



*2002, marzo 1. Conferencia de prensa del Gerente de la División Política Financiera del BCCCh, Luis Óscar Herrera, dando a conocer la autorización del Banco para el pago de intereses a las cuentas corrientes.*



2002, marzo 25. Conferencia de prensa para presentar la nueva serie de Cuentas Nacionales con año base 1996. De izquierda a derecha, el Gerente de la División de Estudios, Rodrigo Valdés; el Presidente del BCCh, Carlos Massad y el economista del Departamento de Cuentas Nacionales, Antonio Escandón.



2002, abril 18. Conferencia de prensa para explicar el proceso de Oferta Pública de Venta de las acciones del Banco Santiago de las que era titular el BCCh. De izquierda a derecha, el Gerente de Análisis Financiero, José Manuel Garrido; el Consejero, Jorge Desormeaux; el Fiscal, Miguel Ángel Nacrur; el Gerente de la División Política Financiera, Luis Óscar Herrera y el Vicepresidente, Jorge Marshall.





*2002, abril 22. El Vicepresidente segundo del Gobierno de España, Rodrigo Rato, en visita al Banco Central de Chile, junto a su Presidente, Carlos Massad.*



*2002, noviembre 6. El Príncipe Andrés, Duque de York, en visita al Banco Central de Chile, junto a su Presidente, Carlos Massad.*



*2002 noviembre, 15. Conferencia de prensa del Presidente del Banco de España, Jaime Caruana, en el marco de su visita oficial al BCCh. De izquierda a derecha, el Gerente de la División Internacional, Esteban Jadresic; Jaime Caruana; el Presidente del BCCh, Carlos Massad y el Director General de Asuntos Internacionales del Banco de España, José Viñals.*



*2002, diciembre 11. Visita al BCCh del miembro del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo, Tommaso Padoa-Schioppa. De izquierda a derecha, el miembro del BCE; el Presidente y el Vicepresidente del Instituto Emisor, Carlos Massad y Jorge Marshall, respectivamente.*



*2002, diciembre 11. Visita del Director Gerente del FMI, Horst Köhler. De izquierda a derecha, el Director Ejecutivo para la silla del Cono Sur, Guillermo Le Fort; el Presidente del BCCh, Carlos Massad; Horst Köhler; un acompañante del FMI y el Gerente de la División Estudios, Rodrigo Valdés.*



*2002, diciembre 12. Visita del miembro del Directorio de la Reserva Federal de Estados Unidos, Mark W. Olson. En la foto, con el Presidente del Banco, Carlos Massad.*

V. CAPÍTULO IV  
ALGUNAS REFLEXIONES  
SOBRE MI PERÍODO EN LA PRESIDENCIA  
DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

Vittorio Corbo L.  
*Presidente del Banco Central de Chile*  
2003-2007

## **Vittorio Corbo L.,**

Presidente del Banco Central de Chile 2003-2007<sup>1</sup>



VITTORIO CORBO LIOI fue Presidente del Consejo del Banco Central de Chile desde mayo del 2003 hasta diciembre del 2007.

Es Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile y Doctor (Ph. D.) en Economía del Massachussets Institute of Technology (MIT).

Actualmente es investigador asociado senior del Centro de Estudios Públicos (CEP), miembro del Consejo Consultivo del Economista Jefe del Banco Mundial, del Grupo Consultivo sobre Políticas Monetarias y Cambiarias del Fondo Monetario Internacional (FMI), del Consejo Resolutivo

de Asignaciones Parlamentarias del Congreso Nacional de Chile y del Consejo Asesor Internacional del Center for Social and Economic Research (CASE), en Varsovia, Polonia. También es director y asesor económico de empresas e instituciones financieras nacionales y extranjeras.

Con anterioridad, sirvió en posiciones ejecutivas en el Banco Mundial y fue profesor en diversas universidades chilenas y extranjeras. Además, ha sido consultor del Banco Mundial, del BID y del FMI y asesor de empresas e instituciones nacionales e internacionales.

Es autor de diversos libros y artículos publicados en revistas internacionales especializadas en economía.

1. Presentación realizada en el panel de ex-Presidentes del Banco Central de Chile en la Conferencia "The Role of Central Banks in Modern Times: Twenty-Five Years into the Central Banks of Chile's Independence", llevada a cabo en Santiago, el 24 de octubre de 2014.

La creación de un banco central autónomo tuvo su origen en la Ley Orgánica Constitucional (LOC) del Banco Central de Chile (BCCh) del 10 de octubre de 1989, que le fijó el claro objetivo de velar por la estabilidad de la moneda y el normal flujo de los pagos internos y externos del país. Para poder cumplir con estos objetivos, la LOC le otorgó al Banco Central independencia del Gobierno y del Poder Legislativo para tomar decisiones técnicas en el ejercicio de sus funciones. Desde el punto de vista patrimonial, la ley le concedió un patrimonio propio y la capacidad de administrar sus finanzas con total independencia del Gobierno.

El BCCh no está sujeto a la supervisión de la Contraloría General de la República o de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Tampoco es parte de la administración general del Estado. El BCCh es gobernado por su Consejo y regido exclusivamente por sus propias normas, limitado por su Ley Orgánica Constitucional y por algunas cláusulas de la Ley de Bancos. Finalmente, se concede al BCCh la facultad de interpretación administrativa de sus decisiones, regulaciones, órdenes e instrucciones, limitada solamente por las atribuciones legales de los cuerpos judiciales.

Esta valiosa institucionalidad estaba tensionada cuando me correspondió asumir la Presidencia, debido al robo de información que había sufrido el Banco, y que fue descubierto en el primer trimestre del 2003. Por ello, estaba consciente de que al aceptar el cargo asumía no solo la responsabilidad de cumplir con los objetivos establecidos en la LOC, sino que también de proteger la autonomía a través de una administración de los riesgos de la institución, para así recuperar la confianza de la sociedad.

Era, por tanto, una labor ingente, que partía precisamente por introducir políticas de seguridad informática, de gestión de riesgos, de control de gestión y de probidad, transparencia y eficiencia que fortalecieran y protegieran el capital institucional y la autonomía de la institución. En términos globales, ello equivalía a poner al Banco Central a la misma altura que los bancos centrales de frontera en materia de gestión, control de riesgos y transparencia.

Para este propósito, con el Consejo nos abocamos a estudiar experiencias internacionales de organización de otros bancos centrales e instituciones similares para desarrollar un proyecto de cambio

orientado a lograr un cumplimiento más eficiente de los objetivos establecidos en la LOC y a fortalecer las labores de administración y gestión de riesgos y de control interno.

Como parte de estos cambios, se reestructuraron algunas gerencias y se dio inicio a un ambicioso esfuerzo de modernización del Banco en la áreas de identificación y administración integral de riesgos, control de gestión, seguridad informática, continuidad operativa, gestión de los recursos humanos (carrera funcionaria, políticas de contrataciones, desarrollo de personal y un sistema de compensaciones alineado al mercado de referencia), junto a un aumento de la autonomía y los recursos de la contraloría interna.

Nos propusimos entonces, introducir una cultura de riesgos y control de gestión en toda la institución, con un fortalecimiento de la labor de la Contraloría o Revisoría General, adoptando un enfoque con estándares internacionales en materia de control interno, riesgo y gobierno corporativo.

Para este propósito se dotó a la Contraloría de herramientas que le permitieran tener una mayor autonomía y agilidad en su trabajo. Al Consejo se le otorgó también una asesoría especializada en este tema, a través de un Comité de Auditoría y Cumplimiento, integrado por personeros altamente calificados y externos al Banco, y al mismo tiempo se introdujeron informes trimestrales de control de gestión al Consejo. Todo lo anterior ha contribuido a mejorar la cultura de rendición de cuentas y, en el proceso, a cuidar la valiosa autonomía de la institución.

Además, para fortalecer la autonomía, este proceso debía estar acompañado por avances necesarios en el acceso a la información, en materia de transparencia y en las comunicaciones, tanto internas como externas. Para esto último se creó una Gerencia Institucional de Comunicaciones para apoyar en este tema a todo el Banco, con dependencia operativa del Consejo y dependencia administrativa de la Gerencia General.

En paralelo, se introdujo un proceso trienal de Planificación Estratégica para orientar el trabajo del Banco y así cumplir de mejor forma con sus objetivos, su misión y su visión. Esta planificación orienta los proyectos, planes y presupuestos, que marcan un rumbo claro

hacia el cumplimiento de metas y aspiraciones. Durante mi período, el Consejo también me acompañó para aumentar significativamente la transparencia de la institución en cuanto a rendición de cuentas, tanto en lo que se refiere a los objetivos centrales establecidos en la LOC, esto es la estabilidad de la moneda y de los pagos internos y externos, como en la administración de las reservas internacionales. Además, se hicieron públicos los sueldos de los Consejeros y la escala de sueldos de su personal; mucho antes de que se aprobara la Ley de Transparencia.

Todo lo anterior se desarrolló en conjunto con un esfuerzo por fortalecer el trabajo técnico del Banco en el área macrofinanciera, para poder cumplir de mejor forma los objetivos fundamentales de estabilidad de precios y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. De esta forma, se actualizó el marco de política monetaria del Banco Central, explicitando la operatoria de un esquema de metas de inflación flexible con flotación cambiaria, donde las intervenciones se hacen solo en casos excepcionales. De hecho, durante mi Presidencia el Consejo no decidió intervenir en el mercado cambiario en ningún momento, aunque también dejó claro que podría intervenir bajo circunstancias excepcionales, las que se encuentran explicitadas en su marco de política.

Durante mi período se avanzó también en el análisis de la estabilidad financiera y se comenzaron a publicar informes semestrales sobre este tema. En la misma dirección, se avanzó también en la modernización de los sistemas de pagos con la instauración del sistema de Liquidación de Pagos en Tiempo Real (LBTR) y, en colaboración con la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, se introdujo la primera regulación de las tarjetas de crédito no bancarias.

El trabajo técnico del Banco, fruto del esfuerzo de un equipo profesional de excelencia, le ha permitido a la institución alcanzar un alto grado de reconocimiento internacional, lo que se refleja tanto en el volumen y la calidad de sus publicaciones, como a través del prestigio que ha alcanzado su conferencia anual.

Adicionalmente, durante mi mandato se inició un trabajo interno sobre las necesidades patrimoniales del Banco, que sirvió de base para una capitalización parcial del Banco por parte del Estado (a través del Ministerio de Hacienda), comenzó la modernización de la familia de



billetes y se completó la actualización del marco de política monetaria, el que se publicó en enero del 2007.

Puedo testimoniar que durante este período el Banco logró una excelente coordinación con el Ministro de Hacienda, sin poner en ningún momento en riesgo su autonomía. Esta muy buena coordinación se vio facilitada por el establecimiento de una regla fiscal acíclica. El éxito del Banco Central en llevar la inflación de tendencia a la meta y en fortalecer su autonomía, fueron claves para implementar políticas que permitieran cambios importantes en precios relativos, sin alejar la inflación de tendencia de su meta.

Como palabras de cierre, quiero señalar que es un orgullo constatar que, gracias a la contribución de muchos, el BCCh es hoy una historia de éxito en materia de desarrollo institucional. Ello ha posibilitado un gran avance en materia de estabilidad macrofinanciera, fortaleciendo, a la vez, el uso de la política monetaria como una herramienta anticíclica. Esto ha permitido al país superar una severa crisis financiera internacional como la del 2008-2009 sin consecuencias adversas para su sistema financiero y la población en general. Sin duda estos logros le han merecido al Banco Central el respeto de la sociedad, lo que a la vez ha servido para fortalecer su autonomía.

A estos logros han contribuido el marco de políticas utilizado por el BCCh (un esquema de metas de inflación flexible con flotación cambiaria), la fortaleza de las finanzas públicas amparada en una regla fiscal acíclica y la estabilidad financiera, apoyada por una apropiada regulación y supervisión financiera. Pero también ha jugado un rol central el profesionalismo del personal del Banco, liderado por su Consejo y su Gerente General. Para mí fue un privilegio haber sido parte de un equipo de excelencia como el que me tocó liderar en los casi cinco años que me correspondió presidir esta institución.

*Muchas gracias.*

**VI. CAPÍTULO V**  
**A 25 AÑOS DE LA AUTONOMÍA**  
**DEL BANCO CENTRAL:**  
**ALGUNAS LECCIONES DE POLÍTICA**

**José De Gregorio R.**  
*Presidente del Banco Central de Chile*

*2007-2011*

## **José De Gregorio R.,**

Presidente del Banco Central de Chile 2007-2011<sup>1</sup>



JOSÉ DE GREGORIO REBECO fue Presidente del Banco Central de Chile desde diciembre del 2007 hasta diciembre del 2011.

Además, se desempeñó como Vicepresidente del Instituto Emisor desde diciembre del 2003, y como Consejero desde junio del 2001.

Es Ingeniero Civil Industrial y Magíster en Ingeniería de la Universidad de Chile, y Doctorado (Ph.D.) en Economía del Massachussets Institute of Technology (MIT).

Actualmente es profesor titular del Departamento de Economía de la Universidad de Chile e investigador senior no residente del Peterson

Institute for International Economics en los Estados Unidos.

Con anterioridad, fue Tri-ministro en las carteras de Economía, Minería y Energía, y Coordinador de Políticas Económicas del Ministerio de Hacienda de Chile. Además, fue economista investigador en el Fondo Monetario Internacional y previamente trabajó en Cieplan. Ha sido investigador visitante del FMI y el Banco Mundial. En la actualidad es también asesor y director de empresas y de organismos internacionales.

En el plano académico, ha sido profesor en universidades chilenas e internacionales y es autor de numerosos libros y publicaciones en revistas académicas internacionales.

1. Preparado para el panel de ex-Presidentes del Banco Central de Chile en la conferencia The Role of Central Banks in Modern Times: Twenty-Five Years into the Central Bank's of Chile Independence, Santiago, 24 de octubre 2014.

Es un placer participar en la celebración los 25 años de la autonomía del Banco Central de Chile, la que ha sido una piedra angular de nuestro buen desempeño económico. El Banco ha ido perfeccionando sus políticas a través del tiempo y es un ejemplo de cómo una institución es capaz de adaptarse a nuevos desafíos aprendiendo del pasado y de la experiencia internacional.

Se me ha pedido que me refiera a algunas lecciones que para mí han sido relevantes durante este tiempo, en particular cuando tuve la oportunidad de presidir el Banco. Podría extenderme mucho, pero para cumplir las restricciones de tiempo quisiera referirme a tres puntos:

- La flotación cambiaria y los períodos de intervención.
- El esquema de metas de inflación y la crisis financiera internacional.
- Hacia dónde van y debiera ir las políticas de los bancos centrales.

## **Intervención cambiaria**

En economías pequeñas y abiertas existe una natural vocación exportadora y apreciaciones excesivas y persistentes podrían resultar en costos duraderos. La evidencia no es contundente, pero no podemos descartar la hipótesis anterior y, obviamente, no podemos esperar a que haya evidencia definitiva para tener los instrumentos que permitan enfrentar períodos de apreciaciones significativas.

La intervención cambiaria cumple dos objetivos a la vez. Primero, en la medida que tenga algún efecto sobre el tipo de cambio, el objetivo mercantilista de proteger la competitividad. En segundo lugar, permite aumentar las reservas internacionales. Las reservas fortalecen la posición de liquidez internacional de la economía cuando enfrenta tensiones en los mercados financieros, ya sea por restricciones al financiamiento o por volatilidad cambiaria en momentos de turbulencia.

Es importante destacar que, en general, las reservas no han sido usadas, lo que no significa que no provean protección. Por el contrario, un nivel razonable de reservas internacionales indica fortaleza financiera y además funciona como elemento disuasivo ante la especulación contra la moneda. Obviamente, no es posible aislarse por completo de las turbulencias, pero la mantención de reservas ayuda a mitigar sus efectos.

Esta es otra área donde la evidencia empírica es inconclusa. No siempre se encuentra que la mantención de reservas internacionales aumente la resiliencia de las economías emergentes, pero esto puede deberse en gran parte a que muchos países mantienen reservas en exceso. Sus efectos cambiarios son también acotados. No obstante, algo que caracterizó a las economías emergentes durante la crisis financiera global es que, contrario a otros episodios, tenían altos niveles de reservas, lo que facilitó la flotación cambiaria, debido a que los incentivos para especular contra las monedas de países con un buen colchón de seguridad son bajos. Las economías emergentes no se vieron en la necesidad de usar las reservas para proveer financiamiento en moneda extranjera pues no sufrieron de interrupciones significativas del financiamiento externo, algo que fue característico en la crisis asiática y dio origen al estudio de los *sudden stops*.

Es importante destacar que en períodos de apreciación de la moneda local la intervención ayuda a mitigarla y al mismo tiempo a acumular reservas internacionales en momentos que la moneda extranjera es barata. Esta simultaneidad no se da en períodos de depreciación significativa, pues en esos casos hay que reducir la cantidad de reservas para defender la moneda.

Mi visión al respecto es asimétrica. Puede ser justificable en períodos muy excepcionales intervenir en el mercado cambiario para acumular reservas y mitigar una apreciación, mientras que es muy improbable que se justifique cuando el tipo de cambio se deprecia de manera significativa. No solo se pierden reservas, lo que tiene un límite, sino que también es el primer paso antes de restringir la política monetaria, lo que desvía la atención desde la estabilidad de precios al intento de manejar el tipo de cambio con negativas consecuencias en la actividad y el empleo. En Chile intervinimos cuando hubo mucha presión por la crisis de la convertibilidad en Argentina y después las turbulencias de Brasil. Esto ocurrió en un período en que estábamos empezando la flotación y el panorama regional era particularmente volátil. No obstante, hoy día se ve muy improbable que haya necesidad de intervenir ante depreciaciones significativas debido a *shocks* financieros externos.

La experiencia durante la crisis financiera en Chile es ilustrativa de la capacidad de las monedas de depreciarse significativamente sin mayores repercusiones locales. Entre principios de marzo del 2008,

período en que se comenzó a intervenir, hasta noviembre del 2008, en el *peak* de las turbulencias en las economías emergentes, el tipo de cambio se depreció casi 60 por ciento (desde 430 el 11 de marzo a 683 el 21 de noviembre). Las decisiones que se adoptaron fueron suspender la intervención cuando la depreciación acumulada iba en 27 por ciento y se implementaron *swaps* de divisas para aliviar las tensiones de liquidez interbancaria, pero nunca se pensó intervenir para atenuar la depreciación. Además era tan fuerte la presión sobre las monedas que cualquier intervención hubiera sido inefectiva. Esto último se concluye al comparar el tipo de cambio de Chile y Colombia con el de Brasil y México. Estos dos últimos países sí intervinieron, moderadamente, pero la trayectoria del tipo de cambio fue similar en los cuatro países, independiente de si intervinieron o no.

Tal vez algo que hemos aprendido en los últimos años, tanto desde la investigación económica como la práctica, es que las tradicionales razones para evitar depreciaciones en el pasado se han superado. Se estimaba que una depreciación masiva generaría potenciales vulnerabilidades financieras debido a los descalces de monedas, en especial en el sector corporativo, y aumentos sustanciales de la inflación. Nada de ello ocurrió durante la crisis. Si bien la depreciación tiene efectos sobre los precios, sus efectos inflacionarios son acotados, en particular en regímenes de flotación. Por otra parte, la fortaleza de los balances de bancos y corporaciones, en gran medida debido a políticas regulatorias prudentes y la misma flotación cambiaria, permite absorber sin grandes sobresaltos depreciaciones relevantes.

Intervenir tiene costos, más allá de los costos del *carry trade*, los que fueron muy claros cuando intervinimos en el contexto de elevados precios de los combustibles el año 2011. Por ello, creo que las intervenciones debieran ser en el futuro cada vez más excepcionales, y deben ser implementadas como lo hicimos en ocasiones anteriores: masivas, mecánicas y sin buscar nunca un nivel para el tipo de cambio.

## **Metas de inflación, mandato dual y la crisis**

Después de la crisis ha habido cuestionamiento al uso de metas de inflación, en especial en economías avanzadas, ya que estas habrían facilitado la burbuja inmobiliaria. Sin embargo, se confunde la causa de la crisis. Ella fue resultado de una liberalización irresponsable de los mercados financieros y negligencia respecto del impacto que una

burbuja inmobiliaria financiada, además, con una elevada expansión del crédito, podría tener sobre la salud del sistema financiero.

No es este el lugar para analizar toda la evidencia empírica acumulada, pero baste señalar que la gran mayoría de las economías emergentes que han seguido metas de inflación enfrentaron de muy buena forma la crisis y tuvieron respuestas de política muy adecuadas. Nunca antes se había observado tantas economías emergentes permitiendo que sus monedas flotaran y aplicando fuertes estímulos fiscales y monetarios, cuando en el pasado estas políticas fueron procíclicas, yendo en la dirección contraria a un buen manejo macroeconómico, con el objetivo de evitar la depreciación de las monedas.

Por otro lado los sistemas financieros de las economías emergentes, salvo en Europa, resistieron bien la crisis. La larga y desastrosa tradición de colapsos financieros del pasado ha generado políticas prudenciales conservadoras que limitan la exposición del sistema bancario a riesgos sistémicos.

Obviamente hay que perfeccionar y modernizar los marcos regulatorios, pero pensar que es el esquema de política monetaria el que debe cambiar es equivocado.

Esto me lleva a un comentario sobre las metas de inflación flexibles, es decir tener una meta de inflación que se intenta cumplir en el mediano plazo, dos años en el caso de Chile, y que se refiere al hecho que hay muchos que aun argumentan que este esquema no se preocupa de la actividad y el desempleo, y por lo tanto sería prudente tener mandato dual.

En trabajos anteriores he tratado de ser explícito sobre por qué las metas de inflación flexibles sí consideran y estabilizan el desempleo y la actividad, pero ciertamente es algo que no pareciera fácil de explicar (e.g., De Gregorio, 2006). Déjeme tratar una vez más. Es precisamente el hecho de que las desviaciones de la meta se pretenden conseguir en un período de varios años, dos en nuestro caso, que se están tomando en consideración los costos en materia de actividad que tiene alcanzar la meta de inflación. Cuando dicha meta es rígida y se intenta cumplir en todo momento es cuando no hay preocupación por los costos del desempleo. Ese no es el caso del esquema aplicado en Chile, y es plenamente consistente con el mandato de estabilidad de precios del

Banco Central y con la disposición de su Ley Orgánica (artículo 6) que establece que: “el Consejo, al adoptar sus acuerdos, deberá tener presente la orientación general de la política económica del Gobierno”. Esta orientación general tiene como característica central el mejoramiento del bienestar de la población, lo que lleva necesariamente a tomar en cuenta los costos de la inflación y también los de las fluctuaciones del producto y el empleo cuando se hace política monetaria.

Donde quedan claramente ilustrados los beneficios de las metas de inflación flexibles es en la conducta de la política monetaria durante la crisis. Chile entró a la crisis con una inflación que bordeaba el 10 por ciento, producto de la fuerza con que afectó el aumento del precio de las materias primas, en particular alimentos. La fuerte desaceleración económica unida a la baja en el precio de las materias primas resultó en una importante caída de la inflación, pero por sobre todo una reducción de la inflación proyectada. Era la recesión que se estaba generando la que traía una caída de la inflación y que justificaba un fuerte relajo monetario, el que efectivamente ocurrió. En América Latina, después de Colombia que comienza con una baja de tasas de 10 por ciento a 9,5 por ciento en diciembre del 2008, le sigue Chile con tres bajas consecutivas, partiendo en enero del 2009, que llevaron la tasa de política monetaria (TPM) de 8,25 por ciento a 2,25 por ciento, y que concluyó en julio de ese año con la TPM en 0,5 por ciento, la más baja del mundo emergente, y con un compromiso que permanecería a ese nivel por un período en torno a un año. El estímulo se retiró de manera muy gradual y a fines del 2010 la tasa recién estaba en 3 por ciento con la economía creciendo con mucha fuerza.

Este fuerte estímulo monetario, unido a una política fiscal expansiva, fueron claves en la rápida recuperación de la economía. Fue una recuperación inédita respecto de nuestra experiencia pasada. El esquema de políticas macroeconómicas cumplió su rol contracíclico.

Considerando los rezagos tradicionales de la política monetaria y lo prolongado de su expansividad, es posible concluir que esta fue la principal causa de la rápida recuperación de la actividad y el empleo. La economía creció en promedio a 5,7 por ciento en los tres años que siguieron a la recesión. Con los datos preliminares para el cambio en las series de empleo, ya a marzo del 2010 se habían creado 320 mil empleos en 12 meses, y a marzo del 2011 un récord de 500 mil empleos en un año. Y esto fue fundamentalmente el resultado de un impulso



monetario sin precedentes en un ambiente internacional favorable donde las economías emergentes crecían con vigor. La expansividad se basó en la caída de la actividad que resultaba en una caída de la inflación dentro del horizonte de proyección.

El principal insumo de la conducción de la política monetaria es la proyección de inflación, que a la vez está determinada de manera importante por la actividad económica. Eso es lo que ha dominado las decisiones de política monetaria en el pasado y en la actualidad. No es la demanda interna, ni el déficit en la cuenta corriente, ni el consumo, ni el crédito, es el nivel de actividad económica respecto de su nivel de plena capacidad. Obviamente el conjunto de indicadores para proyectar la inflación es mucho más amplio, en particular dadas las dificultades para medir en tiempo real la brecha del producto, pero este no es el lugar para extenderme en ello.

Una nota de cautela respecto de la generalidad de no preocuparse por sí misma de otras variables, como por ejemplo el déficit en la cuenta corriente. En Chile eso es posible porque la situación fiscal es muy sólida, la regulación respecto de descalces de moneda es adecuada, y tenemos flotación cambiaria, lo que no es extrapolable a otras economías. Sin duda que una expansión rápida del crédito o el gasto es una señal de alerta respecto de la estabilidad financiera, pero la mejor forma de enfrentarla es endureciendo la regulación.

Una pregunta que más de alguna vez me he hecho es si enfrentado a la grave crisis financiera internacional debiéramos haber actuado de manera distinta. Siempre se podrá discutir si podríamos haber partido un par de meses antes o no, con la rebaja de tasas. Enfrentado a una tasa de inflación significativamente desviada de la meta era una decisión muy compleja. Pero es fácil remediar un potencial atraso de la política monetaria por la vía de aplicar una mayor dosis de estímulo, y eso fue lo que hicimos. Hubiera sido difícil haber ido a la velocidad que fuimos en la baja de tasas, de las más rápidas del mundo, si hubiéramos partido antes con las tradicionales bajas graduales y pausadas en un escenario con una potencial alta persistencia inflacionaria. Muchos ejercicios podremos hacer, pero la mayor satisfacción que he tenido en mi vida profesional fue contribuir desde esta gran institución autónoma a enfrentar una recesión mundial solo comparable a la Gran Depresión y con un gran e inédito desempeño económico.

Pero esa experiencia me deja una lección sobre el activismo. A veces es necesario arriesgar para no quedarse atrasado. Las relajaciones y contracciones monetarias son procesos continuos y con algún grado de predictibilidad, pero deben ser abordados con decisión. Corregir el curso de la política monetaria cuando las condiciones cambian es normal, el riesgo es pecar de excesiva cautela.

Otra lección es confiar que algunos principios básicos en economía se cumplen. La excesiva preocupación por el consumo o el déficit en cuenta corriente, por sobre la inflación y la actividad, puede llevar a una política monetaria inadecuada. La demanda interna no puede crecer para siempre por encima del PIB, existen restricciones presupuestarias, que en la medida que no sean artificialmente afectadas por políticas económicas deben cumplirse. La reciente desaceleración de la demanda y la caída del déficit en cuenta corriente no son sorprendentes; era algo que iba a ocurrir, aunque nuestros modelos predictivos les cuesta determinar el *timing* y el *turning point*.

## **Las nuevas políticas macroprudenciales**

Dada la profundidad de la crisis en las economías avanzadas, muchos esfuerzos se han hecho para prevenir que esto vuelva a ocurrir. Ciertamente las liberalizaciones financieras sin control fueron causas centrales de la crisis. El alto grado de prociclicidad de la actividad financiera y el ciclo del apalancamiento mostraron ser muy riesgosos.

Una propuesta muy analizada en círculos académicos e instituciones financieras internacionales es el uso de políticas macroprudenciales para reducir la prociclicidad del sistema financiero y reducir su vulnerabilidad. En las economías emergentes estas propuestas se han complementado con la discusión sobre la utilidad de los controles de capital.

Sin lugar a dudas que estas discusiones son muy útiles. Sin embargo, la aplicabilidad y efectividad de estas medidas es aún incierta. Tampoco está resuelto cómo interactúan estas medidas con la política monetaria y, en particular, su relación con la independencia de los bancos centrales.

La discusión sobre la estabilidad financiera y la aplicación de medidas prudenciales no es nueva en las economías emergentes.

Dada la historia de crisis bancarias, la regulación ha tendido a ser más conservadora, y eso explica en parte la resiliencia de sus sistemas financieros durante la Gran Recesión. No así en Europa emergente, donde los acuerdos de integración les impidieron aplicar medidas más estrictas, como por ejemplo prohibir los préstamos hipotecarios en moneda extranjera.

Incluso se ha argumentado que las economías emergentes no enfrentan el clásico problema de la trinidad imposible —controlar el tipo de cambio, tener una política monetaria independiente y una cuenta de capitales abierta— sino que enfrentarían un dilema, en el sentido que no podrían tener una política monetaria independiente cuando están financieramente integradas al mundo, independiente del régimen cambiario (Rey, 2013). El tema es empírico, y si bien hay evidencia que el dilema no sería un problema generalizado (Obstfeld, 2014), la experiencia chilena es un buen ejemplo de esto. Desde que en mayo del 2013 la Reserva Federal anunció que retiraría gradualmente el estímulo cuantitativo, las monedas de muchas economías emergentes se han depreciado y sus tasas de interés largas han aumentado, todo esto causado por la salida de inversionistas internacionales de los mercados de renta fija en dichas economías. No obstante, en Chile el tipo de cambio se ha depreciado de manera significativa y las tasas largas de interés han caído a niveles récord, producto de la debilidad económica y la relajación monetaria. Así, ante un estrechamiento de las condiciones financieras internacionales, en Chile se ha podido hacer una política monetaria expansiva que ha resultado, como es esperable y deseable, en una depreciación del peso y una caída de las tasas.

Si bien hay que perfeccionar los marcos de política para preservar la estabilidad de precios y la estabilidad financiera, así como asegurar un adecuado grado de independencia monetaria, debemos reconocer que en la gran mayoría de las economías emergentes, y en particular Chile, las respuestas de las políticas macroeconómicas desde que estalló la crisis han sido muy positivas. Por lo tanto sería útil especificar cuáles son los objetivos y alcances de las nuevas propuestas de política. En particular, qué fallas se pretenden corregir y qué riesgos se desea cubrir. Esto es obvio en las economías avanzadas, no así en las emergentes.

En la actualidad las economías emergentes, y Chile en particular, han enfrentado una desaceleración significativa de la actividad. Pero este no ha sido un problema fundamentalmente de falta de demanda o

de inadecuadas políticas macroeconómicas, sino más bien por razones asociadas a factores internos que han agudizado el ciclo y por un bajo crecimiento de la productividad (De Gregorio, 2015).

Obviamente enfrentamos nuevos desafíos, y no podemos ser complacientes ante nuevos riesgos, en particular para preservar la estabilidad financiera, pero debemos reconocer que los avances en políticas macroeconómicas han sido muy beneficiosos y sobre ellos debemos construir.

**REFERENCIAS**

- Álvarez, R. y De Gregorio, J. (2014), “Understanding Differences in Growth Performance in Latin America and Developing Countries between the Asian and the Global Financial Crises”, *IMF Economic Review*, Vol. 62, No. 3, pp. 600–633.
- De Gregorio, J. (2006), “Metas de Inflación y el Objetivo de Pleno Empleo”, *Economía Chilena*, Vol. 9, N° 2, pp. 5-13.
- De Gregorio, J. (2014), How Latin American Weathered the Global Financial Crisis, Peterson Institute of International Economics.
- De Gregorio, J. (2015), “From rapid Recovery to Slowdown: Why Recent Economic Growth in Latin America has been slow”, Policy Brief PB15-6, Peterson Institute for International Economics.
- Obstfeld, M. (2014), “Trilemmas and Tradeoffs: Living with Financial Globalization,” mimeo, University of California, Berkeley.
- Rey, H. (2014), “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence,” in *Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy*, 2013 Jackson Hole Symposium Proceedings. Kansas City, MO: Federal Reserve Bank of Kansas City.

VII. CAPÍTULO VI  
POLÍTICA MONETARIA  
EN TIEMPOS COMPLEJOS

Rodrigo Vergara M.  
*Presidente del Banco Central de Chile*  
*Desde 2011.*

## **Rodrigo Vergara M.,**

Presidente del Banco Central de Chile 2011<sup>1</sup>



RODRIGO VERGARA MONTES es Presidente del Banco Central desde diciembre del 2011, y Consejero desde diciembre del 2009.

Es Ingeniero Comercial de la Universidad Católica de Chile y Master y Doctor en Economía de la Universidad de Harvard.

Con anterioridad, fue profesor titular del Instituto de Economía de la Pontificia Universidad Católica de Chile, asesor y director de diversas empresas y consultor internacional, coordinador del Área Macroeconómica en el Centro de Estudios Públicos (CEP) y trabajó en el Banco Central de Chile

donde llegó a ocupar el puesto de Economista Jefe.

Asimismo, ha sido asesor de organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo y las Naciones Unidas y se ha desempeñado como consultor de bancos centrales y gobiernos en distintos países de América Latina, Europa Oriental, Asia y África.

Es autor de numerosos artículos en revistas especializadas y editor de cinco libros especializados.

1. Agradezco el valioso apoyo para la elaboración de este documento de Natalia Gallardo y Alberto Naudon.

## Introducción

Durante los últimos años, la economía chilena ha sufrido *shocks* importantes, que han implicado un gran desafío para la conducción de la política monetaria. El fin del súper ciclo de las materias primas y condiciones financieras internacionales más estrechas, junto con una caída importante en los niveles de confianza internos, han tenido efectos significativos sobre el dinamismo de la actividad y los precios. Así, a partir de la segunda mitad del 2013 la actividad y la demanda se desaceleran, mientras que la inflación sube producto de la significativa depreciación del peso. Ello llevó a un dilema de política monetaria/cambiaria importante. ¿Se debía frenar la depreciación con una política monetaria más restrictiva para evitar los efectos sobre la inflación?, ¿se debía intervenir en el mercado de divisas con ese mismo fin?, ¿se debía dejar que la depreciación se produjera aún a costa de una mayor inflación por un tiempo?, ¿era recomendable hacer una política monetaria más expansiva dado el bajo crecimiento y teniendo en cuenta que el *shock* sobre los precios era de oferta y luego eminentemente transitorio?

Todas son preguntas válidas que el Banco Central se hizo durante este tiempo. La respuesta de la autoridad monetaria siempre fue clara lo que la llevó a actuar muy decididamente. Era clave dejar que el tipo de cambio se ajustara a las nuevas condiciones y luego no cabía una intervención cambiaria. El tipo de cambio es la variable de ajuste (“*shock absorber*”) en la economía chilena y la depreciación del peso no solo era esperable sino también deseable. Por otra parte, la proyección de una brecha negativa del producto y menores presiones de demanda, ameritaban una política monetaria más expansiva. Ello, a pesar que la depreciación implicaría una mayor inflación transitoriamente. Por cierto, esto estaba condicionado a que las expectativas de mercado respecto a la inflación en el horizonte de proyección se mantuvieran ancladas a la meta de 3%. Había, por cierto, riesgos de efectos de segunda vuelta y que eso afectara las expectativas de inflación y se debía estar atentos a ellos y responder con mucha decisión si se ponía en riesgo el mencionado anclaje.

En este artículo se explica por qué los *shocks* antes mencionados han implicado una complejidad especial para la política monetaria y las razones de las respuestas de política del Banco Central. Al final también se hace algunas reflexiones de otro de los desafíos claves



durante este período: las lecciones de la crisis financiera global de 2007-2009 y sus efectos en las políticas sobre estabilidad financiera en el mundo y en Chile.

## **El contexto**

Como sucedió en prácticamente todos los países del mundo, la economía chilena sufrió los efectos de la crisis financiera global de 2007-2009 y durante este último año tuvo una recesión, la primera desde fines de los noventa, en que el PIB se contrajo 1 por ciento y la desocupación subió a dos dígitos. No obstante, la recuperación fue rápida, de la mano de un repunte importante de los precios de las materias primas, en particular del cobre, que habían caído con la crisis, y con una aceleración en el crecimiento del conjunto de economías emergentes. Todo ello, por cierto, muy impulsado por China que seguía creciendo a tasas elevadas.

Así, entre el 2010 y el 2012 el promedio de crecimiento anual en Chile fue de 5,7 por ciento, mientras que el desempleo bajó rápidamente y a fines de 2012 bordeaba el 6 por ciento, cifra muy baja en términos históricos (cuadro 1).

Durante la crisis, la política monetaria tomó un rumbo claramente expansivo, con la Tasa de Política Monetaria (TPM) llegando a 0,5 por ciento en el 2009 y con la implementación de medidas de relajamiento cuantitativo. Cuando la economía empieza a repuntar se eliminan estas medidas y en el 2010 se inicia la normalización de la TPM, que entre junio del 2010 y junio del 2011 pasa de 0,5 a 5,25 por ciento, un nivel que entonces era considerado neutral o cercano a él<sup>2</sup> (gráfico 1). La inflación, por su parte, que había sido negativa durante el 2009, sube gradualmente en el 2010 y el 2011 cerrando este último año en 4,4 por ciento, levemente por arriba del rango meta del Banco Central<sup>3</sup>, para bajar de ahí en adelante, ayudada por la apreciación cambiaria, y cerrar en el 2012 por debajo de dicho rango (en 1,5 por ciento).

2. Para una descripción y análisis de la política monetaria durante la crisis y posterior a ella ver De Gregorio (2009), Albagli y Vergara (2015) y Vergara (2010a, 2010b, 2012a, 2012b, 2014a, 2015a).

3. La meta del Banco Central es 3%, con un rango de tolerancia de 1 por ciento, esto es entre 2 y 4 por ciento (BCCh, 2007).

Todo parecía ir bien en la economía. La tasa de crecimiento era elevada y el desempleo bajo, al igual que la inflación. El precio del cobre se mantenía en niveles altos, aunque el máximo del 2011 no se volvería a alcanzar<sup>4</sup> (gráfico 2). El mundo emergente, liderado por China, era la locomotora de la economía mundial y los flujos de capital llegaban en abundancia, de la mano de políticas monetarias fuertemente expansivas en economías avanzadas<sup>5</sup>. Chile lo hacía particularmente bien de la mano de una economía sana, una política fiscal responsable y énfasis en políticas pro crecimiento. Además, el país había ahorrado durante el período de alza del precio del cobre de acuerdo con la regla fiscal<sup>6</sup>, que cumplía una década, por lo que el monto acumulado en los fondos soberanos se traducía en que, en términos netos, la deuda pública del país fuera negativa. Al país se le había otorgado recientemente un aumento en la clasificación de su deuda a AA- (S&P), la mayor en su historia, por lejos la más alta en América Latina y de las mayores del mundo emergente. Quizás la única preocupación que emergía en ese período era la ampliación del déficit de cuenta corriente, producto de una demanda interna particularmente dinámica. En efecto, en el 2012 el déficit en cuenta corriente terminó en 3,5 por ciento del PIB, a pesar del alto precio del cobre y luego de haber exhibido un superávit de 1,7 por ciento del PIB solo dos años antes. La dinámica de la demanda interna queda reflejada en el fuerte incremento que experimentó la inversión en capital fijo en esos tres años, 12,7 por ciento promedio anual.

Todo empezaría a cambiar rápidamente en la primera mitad del 2013. En mayo de ese año el entonces Presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Ben Bernanke, habla por primera vez de una posible reducción en el ritmo de compras de activos de dicho banco central<sup>7</sup>. Se trataba del primer indicio de un eventual fin de la política monetaria históricamente acomodaticia del principal banco central del planeta. Los mercados se agitaron, salieron capitales de los instrumentos de renta fija y también de países emergentes. Las tasas de los bonos a diez años del tesoro norteamericano subieron cerca de 85 puntos base en dos meses y los *spreads* de los países emergentes, 60 puntos base en

4. En el 2011 el promedio anual del precio del cobre llegó a 4 dólares por libra, mientras que en el 2012 bajó a 3,6 dólares por libra.

5. Para una buena síntesis y análisis de la política monetaria en Estados Unidos y el resto de las principales economías del mundo durante todo este período ver Irwin (2013) y Bernanke (2015).

6. Para una descripción de la regla fiscal chilena ver Corbo et al. (2011).

7. Ver Bernanke (2013a).

igual período. Este episodio se llegó a conocer como el “*taper tantrum*” y expuso al mundo sobre los efectos que se podrían ver cuando la política monetaria en los países desarrollados se empezara a normalizar. Las autoridades de la Fed se preocuparon por la reacción del mercado e incorporaron en su discurso que este proceso de normalización sería gradual y pausado para evitar justamente estas reacciones, además se empezó a hacer menciones especiales a los efectos en países emergentes y que los considerarían en sus decisiones<sup>8</sup>. Con todo, los flujos hacia estas economías empezaron a bajar y sus monedas comenzaron un proceso de depreciación significativa.

Un segundo elemento dice relación con China, que hasta entonces presentaba un dinamismo que parecía imparable. El fuerte crecimiento del crédito<sup>9</sup>, la constatación que ya no sería posible seguir creciendo solo a base de inversión y que era necesario estimular el consumo y sectores domésticos de la economía, se tradujo en temores sobre el futuro de esta, lo que junto a la desaceleración efectiva<sup>10</sup>, tuvo efecto sobre el precio de las materias primas. Estos empezaron a caer dando fin al llamado “súper ciclo de las materias primas<sup>11</sup>”. Ello se tradujo en aún mayores presiones sobre las monedas de países exportadores de estos productos. Además, la inversión en minería, que había tenido un gran auge, se reduce drásticamente lo que también tiene efectos sobre la actividad<sup>12</sup>.

En síntesis, a mediados del 2013 parecía que el auge notable que había experimentado el mundo emergente llegaba a su fin. El período de capitales abundantes, de China creciendo al 10 por ciento y de los precios de las materias primas históricamente elevados, se acababa. A ello se le sumaron problemas idiosincráticos, de origen doméstico, en muchas de esas economías, lo que agravó la situación. El panorama en su conjunto traía desafíos importantes a las políticas macroeconómicas

8. Ver Bernanke (2013b y 2013c) y Yellen (2015a y 2015b).

9. Según datos del BIS, entre el 2008 y el 2013 el crédito en China aumentó de 149 a 203 por ciento del PIB.

10. En el 2012 el PIB se desacelera desde 9,5 por ciento a 7,7 por ciento.

11. Ver Caputo y Chang (2014).

12. Chile y Australia son muy similares en este aspecto. Al comienzo del auge del precio de las materias primas, en Chile la inversión minera era alrededor de 3 por ciento del PIB y en Australia en torno a 2 por ciento del PIB. En el 2013, llegó a algo más de 8 por ciento del PIB en Chile y a entre 7 y 8 por ciento del PIB en Australia. Desde entonces ha bajado y en Chile se estima que en el 2015 será alrededor de 6 por ciento del PIB mientras que en Australia habría llegado a 5,5 por ciento del PIB en dicho año.

de esos países. En particular la política monetaria debía enfrentar un escenario más adverso en actividad y demanda en conjunto con una depreciación de la moneda local. Esto último se traduciría en una mayor inflación, lo que ponía a la autoridad monetaria en un dilema. La política fiscal, por su parte, se enfrentaba a un cambio que se vislumbraba como permanente en sus fuentes de ingresos, con los consecuentes efectos en los déficits fiscales.

Todo lo anterior en la arista macroeconómica. A ello se le sumaba un desafío adicional, esta vez en el ámbito financiero, de un carácter más estructural. La crisis financiera global dejó en claro que la regulación y supervisión del sistema financiero debían actualizarse. El G20 comenzó rápidamente un proceso en este sentido y junto al Comité de Basilea y otras instituciones empezaron a emitir nueva regulación en distintos ámbitos<sup>13</sup> y surgió con fuerza la discusión sobre medidas macroprudenciales<sup>14</sup>. Los países emergentes, en general, no habían experimentado una crisis financiera, entre otras cosas, porque sus sistemas eran bastantes más sencillos que el de los países avanzados. No obstante, hay al menos dos razones por las cuales esto también constituyó un desafío para dichos países. En primer lugar, el no haber tenido crisis no significaba que no se pudiese aprender de otros que sí la habían tenido. Después de todo era razonable pensar que los países menos desarrollados pasarían, en algún momento, por las situaciones que habían tenido que enfrentar aquellas jurisdicciones más avanzadas y lo prudente era aprender de eso y mejorar sus regulaciones. En segundo lugar, en el nuevo concierto internacional donde la regulación también se globaliza, aquellos países que no actualizaran sus normas quedarían afuera o se les haría más caro hacer negocios con las instituciones financieras o agentes de países desarrollados. En otras palabras, para mantenerse competitivamente en los negocios era necesario adoptar y adaptar las nuevas tendencias que se estaban produciendo en el resto del mundo a la realidad local.

## **El esquema de política macroeconómica en Chile**

Desde comienzos de los años 2000, Chile tiene un esquema de política macroeconómica basado en cuatro pilares<sup>15</sup>. Primero, un banco

13. Ver Vergara (2015b).

14. Ver Vergara (2015c), Shin (2011 y 2012), Bruno y Shin (2014), Borio (2003) y Borio y Shim (2007).

15. Ver Vergara (2014b).

central autónomo con una política de metas de inflación y flexibilidad cambiaria. Segundo, una política fiscal basada en una regla. Tercero, una sólida regulación y supervisión del sistema financiero. Y cuarto, un mercado de bienes y capitales integrado al resto del mundo.

Bajo este esquema la variable de ajuste (“*shock absorber*”) es el tipo de cambio. Así por ejemplo, cuando las condiciones externas (o internas) empeoran debiera esperarse, en general, una depreciación de la moneda local y lo contrario cuando dichas condiciones mejoran. El Banco Central se reserva el derecho a intervenir en el mercado cambiario en condiciones extraordinarias (por ejemplo, si tiene que acumular reservas porque su nivel es demasiado bajo o si el tipo de cambio está claramente y por un tiempo prologado alejado de sus fundamentos de largo plazo). Sin embargo la política es de no intervención, lo que nos diferencia en forma importante de otros países emergentes con tipo de cambio flotante, pero que son muy asiduos a intervenir. En el caso de Chile, desde el 2000 ha habido cuatro períodos de intervención. Los primeros dos a principios de los años 2000 cuando se consideró que el peso estaba excesivamente depreciado y luego se vendieron reservas. Los dos últimos en el 2008 y el 2011 cuando sucedió exactamente lo inverso. En los últimos cuatro años no ha habido intervención alguna en el mercado cambiario, a pesar de que el peso ha sufrido una significativa depreciación (gráfico 3).

Con este marco de políticas, una desaceleración esperada de la actividad debe ser enfrentada con una política monetaria más expansiva. El menor costo del crédito, las menores tasas de largo plazo producto de una trayectoria esperada de tasas cortas más bajas y la depreciación de la moneda ayudarán a mitigar los efectos negativos sobre la actividad y el empleo. Evidentemente la política monetaria no evita el ciclo, solo lo suaviza. Al ser la variable de política la tasa de interés y no el tipo de cambio, se observa que la evolución de la primera es suave y gradual mientras que el tipo de cambio es mucho más volátil (de ahí que sea el “*shock absorber*”). Aunque esto podría verse como un problema, es evidente, como por lo demás se demostró a fines de los 90, que hacer que la tasa de interés sea la variable de ajuste es mucho más costoso.

Es, por otra parte, evidente que en el corto plazo la depreciación del peso, cuyo origen muchas veces está en las peores condiciones externas, pero que se potencia con las menores tasas de interés locales,

produce presiones sobre los precios que pueden llevar a la inflación transitoriamente por sobre la meta. La clave aquí es mantener la credibilidad en la meta, lo cual implica que la inflación esperada por el mercado en el horizonte de proyección<sup>16</sup> se mantenga en dicha meta.

Por cierto, para que el tipo de cambio sea la variable de ajuste deben darse algunas condiciones. La primera es que no hayan grandes descalces cambiarios. Si es así, una depreciación significativa pondría al sector corporativo en problemas severos lo cual afectaría la estabilidad del sistema financiero. Si esto lleva a una crisis financiera, el costo puede llegar a ser enorme<sup>17</sup>. Por lo mismo que en el Banco Central de Chile se siguen periódicamente los descalces del sector corporativo en el *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF). Los datos muestran un sector corporativo exhibiendo un muy bajo descalce<sup>18</sup>. No obstante, el tema debe ser constantemente monitoreado debido a que, aunque Chile tiene mejor información que otros países a este respecto, dicha información no es completa. Además, tal como se ha destacado en los últimos IEFs, en particular en el del segundo semestre de 2015, la deuda corporativa ha alcanzado niveles históricamente elevados, lo que se explica en forma significativa por el mayor endeudamiento en moneda extranjera.

Otro elemento importante es que lo que suceda en el mercado cambiario tenga impacto acotado en las tasas de interés. Así, si producto de la depreciación se produce una salida de capitales masiva que además hace aumentar la tasa de interés local, entonces el tipo de cambio ya no es la única variable de ajuste, puesto que se le añade la tasa de interés. A este respecto, factores como el grado de participación de extranjeros en el mercado de deuda local es clave<sup>19</sup>. También es clave la capacidad de los bancos de obtener liquidez en dólares y ello, a su vez, depende

16. En Chile el horizonte de proyección es dos años. Dice relación con un tiempo razonable para que la política monetaria tenga los efectos perseguidos (BCCh, 2007).

17. La crisis de principios de los 80 en Chile tuvo un componente importante de esta naturaleza. La devaluación hizo quebrar a empresas que estaban fuertemente endeudadas en dólares lo que afectó al sistema financiero, produciendo una crisis sistémica (ver Larraín (1989) y Velasco (1991)).

18. Es interesante destacar que los descalces del sector corporativo bajaron fuertemente luego que el Banco Central adoptara una política de tipo de cambio flexible, precisamente porque las empresas no estaban dispuestas a asumir el costo de dichos descalces. En otras palabras, la cobertura cambiaria parece ser endógena.

19. En Chile los extranjeros mantienen solo alrededor de 5% de los bonos soberanos locales. Para más detalles ver recuadro "Inversión de no residentes en bonos soberanos locales" del *Informe de Estabilidad Financiera* diciembre 2015 (BCCh, 2015).

de la solidez macroeconómica del país. Esto es importante porque en períodos complejos si el mercado se queda sin moneda extranjera los efectos sobre el sistema de pagos y, luego, sobre la economía, pueden ser dramáticos<sup>20</sup>

## Política monetaria en tiempos complejos

Luego de la crisis financiera global y hasta el 2012 el escenario macroeconómico para el mundo emergente fue relativamente tranquilo. El precio de las materias primas seguía elevado, entraban gran cantidad de capitales lo que mantenía las monedas apreciadas y la inflación bajo control<sup>21</sup>. Esto sucedía a pesar que la actividad y la demanda crecían a tasas altas, debido a que la apreciación cambiaria mantenía contenidos los costos. El Banco Central mantuvo una política monetaria relativamente contractiva, en cuanto era claro que la apreciación era transitoria y el dinamismo de la actividad incubaba presiones sobre los precios de más largo plazo. Esto es perfectamente coherente con lo que pasó más tarde, cuando la inflación subió por los efectos de la depreciación cambiaria en un contexto de demanda débil y el Banco Central implementó una política monetaria de signo opuesto (expansiva).

Tal como se dijo previamente, todo cambia con el “*taper tantrum*” y la ya comentada desaceleración en China. Se reduce el flujo de capitales al mundo emergente, a la vez que se profundiza la caída en el precio de las materias primas, incluido el cobre. La economía chilena siguió creciendo a tasas elevadas hasta el tercer trimestre del 2013, pero el Banco Central, anticipando una desaceleración de la economía, empieza a anunciar a mediados de ese año que seguiría una política monetaria más expansiva<sup>22</sup>. La inflación baja, una cuenta corriente que se empezaba a ajustar y una economía que se preveía más débil, dieron sustento a esta política. En octubre comenzó un proceso gradual de baja de la TPM.

En el 2012, la inflación había cerrado bajo el rango meta, en 1,5%. En el 2013 subió justo a la meta de 3%. No obstante, la depreciación

20. En todo caso, por un tiempo el Banco Central puede entregar dicha liquidez, tal como sucedió luego de la quiebra de *Lehman Brothers* en Chile y muchos otros países.

21. De hecho, el Banco Central de Chile intervino en el mercado comprando 12.000 millones de dólares en el 2011 y las presiones para que lo siguiera haciendo se mantuvieron en el 2012 y comienzos del 2013, sin que la autoridad monetaria interviniera. La inflación en el 2012, por su parte, terminó en 1,5%, por debajo del rango de tolerancia del Banco Central.

22. Ver *Informe de Política Monetaria* junio 2013 (BCCh, 2013).

del peso comenzó a traspasarse a los precios y ya en abril del 2014 superó la parte superior del rango meta (2-4%) ubicándose en 4,3%. La depreciación había sido superior a lo previsto, llegando a niveles del 20% entre abril del 2013 y abril del 2014, y el coeficiente de traspaso estuvo en la parte alta del rango esperado<sup>23</sup>. Por otra parte, el ajuste cambiario y la desaceleración económica ya estaban teniendo su efecto en la cuenta corriente, cuyo déficit bajó considerablemente. En efecto, mientras en el 2012 el déficit en cuenta corriente llegó a 3,5% del PIB y a mediados del año siguiente se estimaba que en dicho año se acercaría a 5% del PIB, finalmente en el 2013 cerró en 3,7% del PIB y en el 2014 bajó a 1,3% del PIB.

A pesar que la inflación se mantuvo el resto del año por sobre 4%, se continuó dando mayor expansividad a la política monetaria, de forma que en octubre la TPM llegó a 3%. La razón fue básicamente una economía que se mantenía débil, el PIB creció solo 1,9% en el 2014 y la demanda interna cayó 0,3% (gráfico 4). Esto, más el hecho que el alza del tipo de cambio era un alza discreta por una vez<sup>24</sup> y luego con un efecto transitorio sobre la inflación, hacían razonable que la política monetaria se constituyera como el principal instrumento anti-cíclico en dichas circunstancias. De hecho las expectativas de inflación en el horizonte de proyección permanecían, y han permanecido desde entonces, ancladas en la meta, esto es en exactamente 3% (gráfico 5).

Es importante recalcar que en un esquema de metas de inflación como el que tiene Chile la expectativa de inflación en el horizonte de proyección es la variable clave. En efecto, sería absurdo, para una economía sujeta a significativos *shocks* externos, pretender que en cada momento la inflación estuviera en la meta. Lo clave es que se proyecte en dicho valor y que en el mediano plazo la inflación efectiva sea similar a la meta. La credibilidad del Banco Central de Chile en materia de inflación radica precisamente en que desde su implementación más estricta<sup>25</sup>, la inflación en promedio ha sido de 3,3%, esto es muy parecido a la meta de 3%.

23. Ver Albagli et al. (2015).

24. Aunque el tipo de cambio subió nuevamente el año siguiente.

25. Esto es a partir del 2001. Previo a eso había en la política monetaria elementos de metas de inflación, aunque características como el régimen cambiario de bandas (el cual estuvo vigente entre 1990 y 1999), metas para el déficit en la cuenta corriente y restricciones a la cuenta de capitales, lo alejaban de un esquema puro (ver Céspedes y Soto (2007) y BCCh (2007)).



También es relevante destacar que la reacción óptima de política monetaria depende de varios elementos, pero entre ellos, y muy importantemente, de si se trata de *shocks* de oferta o de demanda<sup>26</sup>. Si es de estos últimos, la reacción óptima es endurecer la política monetaria para reducir las presiones que haya sobre los precios. En efecto, en estos casos las presiones inflacionarias se producen porque la demanda está llevando al producto sobre su potencial. Esto, que se califica como un “*output-gap*” positivo, debe combatirse mediante un alza de tasas que modere la demanda. Si no se hace, las presiones inflacionarias continuarán y no se estará cumpliendo el objetivo.

La situación es más compleja cuando se trata de *shocks* de oferta, porque en este caso la respuesta es menos categórica. En principio un *shock* transitorio de oferta no debiera ser combatido con política monetaria si se espera que la mayor inflación dure un corto período. Pero si esa mayor inflación es persistente y se arriesga no estar en la meta en el horizonte de política, o si la mayor inflación afecta las expectativas de inflación en el horizonte de proyección, entonces la respuesta óptima de política es un ajuste monetario que, aunque menor que si se tratara de un *shock* de demanda, es suficiente para reducir la persistencia del *shock* y mantener las expectativas bajo control.

Esto último es precisamente lo que empieza a pasar con mayor intensidad en Chile a fines del 2014 y en el 2015. El peso continuó depreciándose. Así, en el 2014 cayó otro 15% y en el 2015 un 17% adicional. Con todo, el tipo de cambio subió en torno a 50% desde el “*taper tantrum*” hasta fines de 2015. Ello se trasladó a los precios, en particular a la inflación de bienes que pasó de cifras negativas en doce meses por más de cuatro años a valores positivos en el 2014 y a valores entre 4 y 5% a mediados del 2015 (gráfico 6). La inflación de servicios, por su parte se mantuvo elevada, también entre 4 y 5%, lo que reflejaba, por una parte, que los usuales mecanismos de indexación estaban en pleno funcionamiento y también que la brecha del producto no era lo suficientemente negativa para inducir a presiones desinflacionarias relevantes. Esto último se veía claramente, además, en que la tasa de desempleo se mantenía baja y los salarios crecían a tasas más elevadas que sus promedios históricos. Todo ello se tradujo en que la inflación se mantuvo en 9 de los 12 meses del 2015 por arriba del rango de tolerancia y que, además, se preveía que dicho fenómeno se mantendría en gran parte del 2016.

26. Ver De Gregorio (2012), para una discusión técnica sobre este punto.

En estas circunstancias el Banco Central, a mediados del 2015, dio la señal que retiraría parte del estímulo monetario. Debe recordarse que la TPM en 3% con una inflación real esperada a un año mayor a esa cifra correspondía a una tasa de interés real negativa (gráfico 7), que era entre las más bajas, si no la más baja, del mundo emergente. Por otra parte, las tasas de largo plazo, a 5 y 10 años, se encontraban en o cerca de sus mínimos históricos, al igual que las tasas de los créditos hipotecarios. Así, el instituto emisor dejó claro que la política seguiría siendo expansiva, pero en un grado algo menor. Ello tuvo inmediatamente efecto en las tasas de mercado que rápidamente se alinearon con el mensaje entregado por el Banco. Además, ciertos indicios que las expectativas de inflación podrían subir de 3% inmediatamente abortaron y se mantuvieron ancladas en ese valor. Con esto el Banco Central daba la señal que “haría lo que fuera necesario” para que la inflación estuviera en la meta en el horizonte de proyección<sup>27</sup>. Reconocía que en el corto plazo la inflación estaría por arriba de dicha meta e incluso por arriba del rango de tolerancia<sup>28</sup>, pero que el límite eran las expectativas a dos años. Más adelante ratificó su señal previa cuando, en octubre y diciembre, subió la TPM en 25 puntos base cada vez hasta 3,5%.

## Lecciones de política

Hay varias lecciones significativas que dejó este episodio.

- (i) La primera es la importancia de distinguir la naturaleza de los *shocks* que están afectando la inflación y sus efectos de corto y largo plazo. La respuesta óptima de política es distinta si se trata de *shocks* de demanda y de oferta. También es distinta dependiendo del grado de persistencia de la inflación. En Chile

27. La frase “*whatever it takes*” la popularizó en la banca central el Presidente del Banco Central Europeo (BCE), Mario Draghi, cuando en un discurso en Londres dijo que el BCE haría lo que fuera necesario para mantener el euro (para más detalles ver Draghi, 2012).

28. La meta es a dos años precisamente porque sería absurdo reaccionar con una política agresiva ante *shocks* de la naturaleza que se enfrentaban entonces. Una reacción más fuerte de política monetaria podría lograr una convergencia más rápida de la inflación pero a un costo demasiado elevado. Siempre se consideró que repetir lo ocurrido durante la crisis asiática, donde las tasas se elevaron fuertemente para evitar la depreciación de la moneda y que terminó con una recesión y alza significativa del desempleo, sería un error.

hay una alta indexación lo que hace que la inflación sea más persistente.

- (ii) La segunda es la importancia de que el ajuste de precios relativos se produzca lo antes posible. En el esquema chileno el tipo de cambio es precisamente la variable de ajuste o “*shock absorber*”. Permite un ajuste rápido de precios relativos a condiciones externas cambiantes y luego la reasignación rápida de recursos. Por cierto, los tipos de cambio sobre reaccionan y eso puede ser un problema, en particular para países con altos descalces en moneda extranjera. Pero tratar de frenar tendencias cambiarias con política monetaria o intervenciones no parece la política adecuada, al menos para Chile. Además, saber exactamente cuándo el tipo de cambio está sobre reaccionando es muy difícil. Por ello nuestra política ha sido de tipo de cambio flexible e intervenciones solo en casos muy excepcionales.
- (iii) Esto nos lleva a la tercera lección, cuando hay inflexibilidad en los precios de no transables, la depreciación se traducirá en una mayor inflación de corto plazo<sup>29</sup>. En la medida que las expectativas de inflación en el horizonte de proyección se mantengan en la meta, ello no debe ser un obstáculo para darle mayor expansividad a la política monetaria. Se debe tener claro que en estos casos la convergencia a la meta será gradual, pero ello es mejor que hacer un ajuste de tasas de interés abrupto que frene la depreciación cambiaria pero produzca efectos mucho más negativos en la actividad y el empleo.
- (iv) La cuarta es la importancia de ser intolerantes con cambios en las expectativas de inflación en el horizonte de proyección. Si esto no está claro o no se percibe como un compromiso real por el mercado, es posible que las expectativas se desanclen, lo que se traduciría en un gran costo para un banco central con metas de inflación. De hecho en algunos países de América Latina con esquemas de metas de inflación, como Colombia y Perú, hubo desanclaje de expectativas lo que los llevó a reaccionar bastante más agresivamente que Chile.

29. Ver Albagli et al. (2015).

- (v) La quinta, relacionada con las anteriores, es que en países sujetos a *shocks* externos de importancia la inflación es volátil, lo que implica que muchas veces esta estará fuera del rango de tolerancia. Ello no es de gran relevancia en la medida que en el largo plazo no sea así y las expectativas no se desanclen. Muchas veces se enfatizan más los datos puntuales de corto plazo y, luego, ante un alza de la inflación cualquiera sea su origen, inmediatamente se sugiere una política monetaria más restrictiva. El costo de este tipo de accionar largamente supera sus beneficios<sup>30</sup>.
- (vi) La sexta es la importancia de no subestimar los efectos de segunda vuelta, en particular en una economía como la chilena con una larga tradición de indexación. Hemos sido testigos de esto claramente en los últimos años. La depreciación afectó la inflación de bienes y también el reajuste de otros servicios indexados al dólar. La mayor inflación que esto generó, produjo una nueva alza de precios en productos que estaban indexados (también salarios) y así sucesivamente. Cuando la desaceleración es moderada y el desempleo se mantiene bajo, las fuerzas de demanda anti inflacionarias son leves y no pueden contrarrestar este efecto, particularmente si la depreciación es muy fuerte.
- (vii) La séptima es que la brecha del producto es una variable no observable y luego sujeta a errores importantes de medición. Cuando la economía se desaceleró, muchos pensaron que la brecha del producto se había hecho rápidamente negativa y luego que la inflación caería también rápidamente. Eso no fue así. Con el tiempo el Banco re-estimó dicha brecha (en rigor re-estimó el producto potencial) y se vio que era bastante menos negativa que lo inicialmente pensado.
- (viii) La octava, obvia pero no por ello menos importante, es que la política monetaria no hace milagros. Ayuda a suavizar el ciclo pero no a cambiar tendencias. Esto último está en el ámbito

30. Bernanke (2015) se refiere con cierto deprecio a los “*hawks*” que tuvo que enfrentar durante su mandato que constantemente pedían alzas de tasas a pesar de la debilidad de la economía y de que las expectativas estaban ancladas. Un ejemplo interesante de política monetaria laxa a pesar de una inflación sobre la meta por un tiempo prolongado es Inglaterra a comienzos de esta década.

de políticas estructurales, de orden micro, que aumentan la productividad, la acumulación de capital (físico y humano) a mediano plazo y promueven la participación laboral y la calidad de la fuerza de trabajo.

- (ix) Otra lección, dice relación con la importancia de la mayor transparencia de los bancos centrales. Esto no solo ayuda al mercado a entender mejor a los institutos emisores y, luego, a legitimar su accionar, sino también hace más efectiva la propia política monetaria<sup>31</sup>. Durante estos últimos años el Banco Central de Chile ha comunicado cada vez con mayor precisión cuál es la senda de política monetaria bajo su escenario base. Por cierto esto no es un compromiso. No lo podría ser porque la política monetaria es contingente a la información que vaya saliendo y a los cambios que esa nueva información produce sobre las proyecciones. Pero da una visión en cada momento de hacia dónde estima la autoridad monetaria que se dirigirá la política en el escenario base y cuáles son los escenarios de riesgo que podrían hacer cambiar dicha visión. Así por ejemplo, la baja de tasas del 2013-2014 fue previa y ampliamente anunciada y las tasas de mercado reaccionaron rápidamente a las señales que mandaba el Banco. Algo similar ocurrió en el 2015 cuando se anunció que habría menor estímulo. Luego de un tiempo las tasas de mercado se alinearon al mensaje del Banco.

## **Estabilidad financiera<sup>32</sup>**

La crisis del 2008-2009 reveló una serie de debilidades del sistema financiero global, las cuales estaban presentes en el marco regulatorio y de supervisión, en forma particular en las economías más desarrolladas del mundo.

Dichas debilidades<sup>33</sup> se explican, posiblemente, por el rápido proceso de globalización y desarrollo de nuevos mercados y productos financieros durante las últimas décadas. Aunque ello tiene muchos elementos positivos en términos de eficiencia de mercado, también es cierto que los sistemas de regulación y supervisión fueron ineficaces

31. Ver Vergara (2014a).

32. Esta sección se basa en forma importante en Vergara (2015b).

33. Explicadas en detalle en Vergara (2015b).

para monitorear o prevenir situaciones críticas de relevancia sistémica. Es por ello que durante los últimos años, la agenda regulatoria global se ha enfocado en enfrentar estas debilidades con el fin de reforzar la resiliencia de los mercados. Para ello se ha realizado una revisión integral del funcionamiento de los sistemas financieros, así como del marco regulatorio y de supervisión en que operan. Formalmente, esto se ha llevado a cabo a través de iniciativas impulsadas por el G20, para establecer una serie de estándares en diferentes áreas del mercado financiero, y que involucraron a los ministerios de finanzas, bancos centrales y organismos de regulación y supervisión financiera de los mismos países; así como a organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco de Pagos Internacionales (BIS por su sigla en inglés) a través de sus comités, el *Financial Stability Board* (FSB) y el *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO)<sup>34</sup>.

Estas iniciativas se orientan especialmente a perfeccionar el funcionamiento global de los mercados, generando estándares comunes para las entidades que en él operan, apoyando de esta forma la estabilidad y el desarrollo de la economía. Además, después de la crisis se ha puesto un énfasis especial en acabar con el problema del “*too big to fail*”, a través de una serie de recomendaciones y compromisos y de una mayor coordinación entre jurisdicciones, los que apuntan a minimizar el uso de dinero de los contribuyentes para salvar instituciones financieras.

Como resultado de lo anterior y de la propia experiencia de la crisis financiera internacional, varias jurisdicciones han implementado nuevas y más estrictas regulaciones tanto en la banca como en las infraestructuras de mercados financieros. Por ejemplo, se promulgó la ley *Dodd-Frank*, que trajo cambios sustanciales en la regulación financiera y donde destaca la “*Volker rule*”, que prohíbe el *trading* por cuenta propia, y el capítulo VII.l que impone una serie de restricciones a las transacciones con derivados. En Europa se creó la *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR) con el objetivo de promover la estabilidad en los mercados de derivados en la Unión Europea y que, entre otros, considera un procedimiento para reconocer como equivalente el marco jurídico y de supervisión de países que no pertenecen a la Unión.

34. G20 (2009), BCBS (2010 y 2011), FSB (2011) y CPMI-IOSCO (2012).

Nuestro sistema financiero no se vio afectado en lo fundamental por la crisis internacional reciente, más allá de algunos problemas puntuales de liquidez en moneda extranjera para los que el Banco Central tomó las medidas necesarias. La simplicidad de nuestro sistema bancario, junto con una regulación y supervisión acuciosa, y una macroeconomía en orden, entre otros, explican por qué no fuimos afectados por los mismos problemas que enfrentó la banca en el mundo desarrollado. Sin embargo, dicha crisis nos llevó a repensar el tema de la estabilidad financiera y a tomar medidas para reducir la probabilidad de sufrir los mismos efectos que tuvieron otras jurisdicciones.

Es así como el tema de la estabilidad financiera ha sido destacado por el Banco Central de Chile como uno de sus focos fundamentales en los últimos años. Debe recordarse que el Banco tiene un objetivo explícito de preservar la estabilidad financiera a través del mandato, establecido en su Ley Orgánica Constitucional (LOC), de velar por la estabilidad del sistema de pagos internos y externos. Entre los instrumentos con que cuenta están la regulación entre las posiciones activas y pasivas de los bancos, la determinación del encaje bancario y reserva técnica, las características de los contratos de derivados de los bancos, normas de funcionamiento de las cámaras de compensación, regulación de los emisores y operadores de medios de pagos, conceder créditos de urgencia<sup>35</sup>, etc.<sup>36</sup>.

Esta mayor intensidad en este tema se ha reflejado de manera clara en el IEF, que ha ido ganado cada vez mayor relevancia. Este informe, que se publica semestralmente desde el año 2004, analiza el sistema financiero e informa a los mercados de su situación, así como de los principales riesgos que han surgido desde el informe anterior. Dado el interés especial del Instituto Emisor en el sistema de pagos, el informe se enfoca naturalmente, pero no exclusivamente, en la banca. Como los bancos están al centro del sistema financiero, interactúan con muchos otros agentes financieros, tales como los fondos de pensiones y los fondos mutuos. Por tanto, también se monitorea y reporta los principales eventos y riesgos que enfrentan estos actores del mercado. A la vez se analiza el comportamiento de ciertos precios claves, lo que incluye no solo diversos márgenes de colocación y liquidez, sino también las acciones y, más recientemente, los precios inmobiliarios. Hay que tener en cuenta

35. Esto dice relación con el rol de prestamista en última instancia del Banco Central.

36. Ver Raddatz (2015) para detalles.

que el sistema financiero se hace cada vez más complejo, por lo que se han orientado los esfuerzos a estar al día en lo relativo a esta creciente complejidad, incorporando al análisis nuevos precios, segmentos y agentes del mercado. Se complementa el estudio de la oferta de servicios financieros con una encuesta financiera de hogares, que hace seguimiento a la posición financiera y el endeudamiento de las familias<sup>37</sup>.

La entrega de información al mercado sobre el estado del sistema financiero chileno y la percepción respecto a la potencial formación de riesgos en algunos segmentos tiene un rol macroprudencial. A través de un estrecho intercambio con otros reguladores y supervisores, las advertencias del Banco Central pueden ser influyentes, a pesar de que en muchos aspectos no tiene un rol de regulación directa sobre muchas instituciones financieras. Un ejemplo: en el IEF de diciembre del 2012 se manifestó preocupación por lo que estaba pasando con los precios inmobiliarios en Chile y se planteó al mercado, sin dejar lugar a dudas, que la tendencia observada no debía extrapolarse al futuro. Tras esta advertencia se ha visto cierto endurecimiento de las condiciones de préstamo en el mercado hipotecario, que se refleja en que una menor proporción de los créditos otorgados tiene un ratio LTV superior a 80%. Más aun, compartían las aprensiones del Banco Central los supervisores del Consejo de Estabilidad Financiera y, a comienzos del 2014, la Superintendencia de Bancos emitió una nueva propuesta de regulación de las provisiones de créditos hipotecarios que las asocia al ratio LTV del préstamo y al comportamiento de pagos, la que entró en vigor en enero del 2016.

En el 2015, y luego de un proceso de análisis y consulta que duró dos años, el BCCh implementó una nueva normativa de liquidez de la banca en conjunto con la SBIF, con el objetivo de incorporar los desarrollos y consensos internacionales sobre la regulación del riesgo de liquidez, en especial de aquellos que surgen como consecuencia de las lecciones de la crisis financiera internacional y que están plasmados en las normas de liquidez de Basilea. Asimismo, durante estos últimos años se ha dado particular énfasis a las políticas macroprudenciales, que aunque han existido por años, han tomado un significativo impulso en lo más reciente<sup>38</sup>.

37. Ver Vergara (2015d).

38. Para más detalles y aplicaciones específicas en Chile ver Raddatz y Vergara (2016).



No se puede dejar de lado en este recuento el enorme avance que el Banco Central ha hecho en materia de estadísticas financieras, tales como precios de viviendas, cuentas nacionales por sector institucional, tasas de interés por sectores, medidas de descalces cambiarios en el sector corporativo, estadísticas sobre el “*shadow banking*”, participación en distintas iniciativas para el intercambio de información financiera entre el Banco Central y los otros reguladores y supervisores, información desagregada sobre derivados, entre otros.

En materia de sistema de pagos, ha habido numerosas iniciativas tendientes a perfeccionarlo, hacerlo más robusto y adaptarse a los estándares cada vez más exigentes en esta materia a nivel internacional<sup>39</sup>

A nivel más amplio cabe destacar la creación del mencionado Consejo de Estabilidad Financiera en el 2011, inicialmente por decreto para luego pasar a ser ley en el 2014. Dicho Consejo, que incluye al Ministerio de Hacienda, las superintendencias y al Banco Central, tiene por objetivo “facilitar la coordinación técnica y el intercambio de información entre sus participantes, en materias relativas a la prevención y al manejo de situaciones que puedan importar riesgos para el sistema financiero, con el objeto de contribuir de este modo a cautelar la estabilidad financiera de la economía chilena”.

Por último, es relevante mencionar que el Ejecutivo ha anunciado el pronto envío al Congreso de un proyecto de ley de bancos que incluiría la adopción de los estándares de Basilea III en materia de capital, cambios en el proceso de nombramiento y remoción del Superintendente de Bancos y perfeccionamientos a los mecanismos de resolución bancarios.

## **Reflexión final**

En síntesis, los últimos años han sido particularmente desafiantes en materia de política monetaria y también en cuanto al énfasis que el Banco ha dado a la estabilidad financiera. La conducción de la política monetaria en un ambiente externo complejo y una profunda desaceleración interna, donde además la depreciación del peso ha presionado la inflación y donde la persistencia de esta variable ha sido

39. Para una discusión ver Vergara (2015b).

mayor a lo esperado, no ha sido fácil. No obstante, el compromiso del Banco Central con su mandato de estabilidad de los precios jamás ha sido puesto en duda, como queda claro al ver que durante este período las expectativas de inflación en el horizonte de proyección han estado siempre, y bajo todas las medidas disponibles, ancladas en 3%. Más aún, cuando hubo indicios menores que esto podría cambiar, el Banco actuó prontamente dando el mensaje que haría lo que fuera necesario para mantener las expectativas ancladas a la meta. El mercado así lo entendió y la credibilidad del Instituto Emisor no ha sido afectada en absoluto.

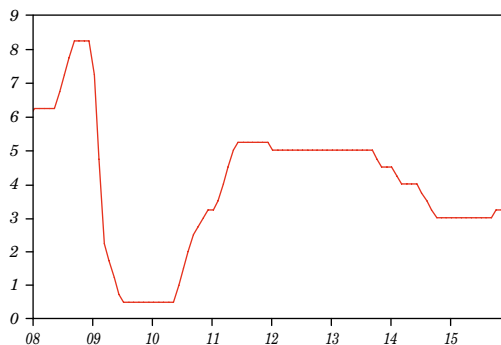
En materia de estabilidad financiera, se ha avanzado en forma significativa, pero es importante tener claro, que aún queda un largo camino por recorrer si queremos adaptarnos a las nuevas tendencias regulatorias internacionales y robustecer nuestro sistema de forma de reducir la probabilidad de falla sistémica. Este es un camino que durará varios años más, pero que se ha comenzado a recorrer en forma decisiva y donde el Banco Central de Chile ha tenido un liderazgo indiscutible.

## Cuadro 1. Principales Indicadores Macroeconómicos

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PIB nominal (millones USD)	179.556	172.094	217.277	250.652	265.158	277.068	258.712	240.233
Crecimiento PIB (variación anual, %)	3,3	-1,0	5,8	5,8	5,5	4,0	1,9	2,3
PIB per capita (USD)	10.760	10.197	12.731	14.526	15.200	15.714	14.519	13.342
PIB per capita (PPP)	18.122	17.859	18.905	20.188	21.464	22.450	23.025	23.507
Inflación (variación anual, %, promedio)	8,7	1,6	1,4	3,3	3,0	1,8	4,4	4,3
Inflación (variación anual, %, a diciembre de cada año)	7,1	-1,4	3,0	4,4	1,5	3,0	4,6	4,4
Desempleo (%, promedio)	7,8	9,6	8,2	7,2	6,5	6,0	6,3	6,3
Desempleo (%, a diciembre de cada año)	7,5	8,6	7,1	6,6	6,1	5,7	6,0	5,8
Tasa de interés de política monetaria (promedio)	7,17	1,75	1,54	4,75	5,00	4,90	3,69	3,08
Tasa de interés de política monetaria (a diciembre de cada año)	8,25	0,50	3,25	5,25	5,00	4,50	3,00	3,50
Tipo de cambio real (índice 1986=100, promedio)	96,2	95,7	91,4	92,1	89,8	90,0	98,1	97,2
Tipo de cambio nominal (dólar observado \$/USD, promedio)	522	560	510	484	486	495	570	654
Precio del cobre BML (USD cents/lb, promedio)	315	234	342	400	361	332	311	250
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,2	2,0	1,7	-1,2	-3,5	-3,7	-1,3	-2,1
Deuda neta Gobierno Central (% PIB)	-19,3	-10,5	-7,0	-8,6	-6,8	-5,7	-4,4	-3,5

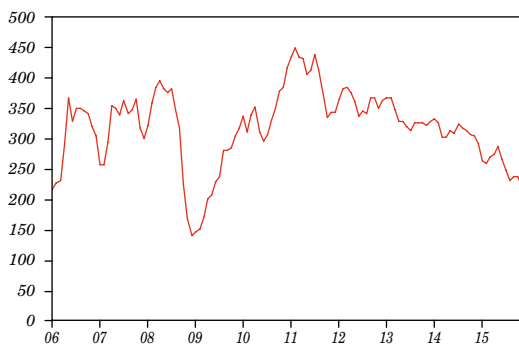
Fuentes: BCCh, INE, FMI, Cochileo y Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda.

**Gráfico 1. Tasa de Política Monetaria**  
(Porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

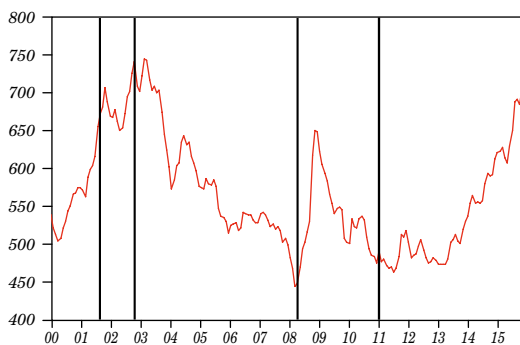
**Gráfico 2. Precio del Cobre**  
(Centavos de dólar por libra)



Fuente: Cochilco.

### Gráfico 3. Tipo de Cambio Nominal<sup>1</sup>

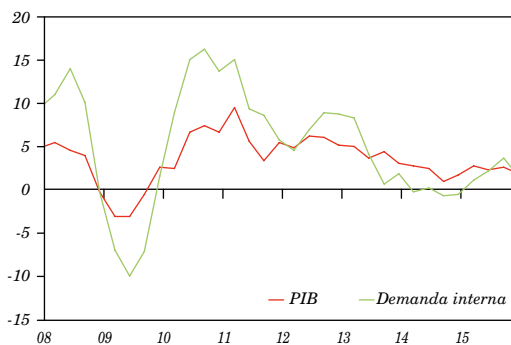
(Dólar observado \$/USD)



1. Las líneas punteadas representan las fechas en las que el BCCh anunció intervenciones cambiarias.  
Fuente: Banco Central de Chile.

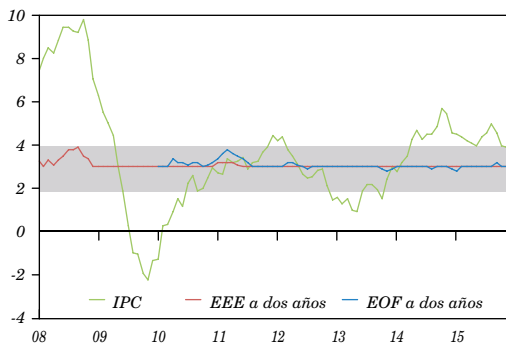
### Gráfico 4. PIB y Demanda Interna

(Variación anual, porcentaje)



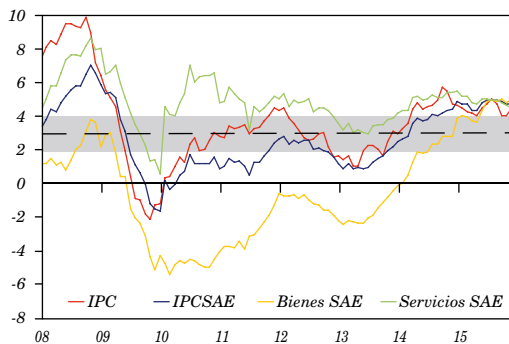
Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico 5. Expectativas de Inflación<sup>1</sup>**  
(Variación anual, porcentaje)



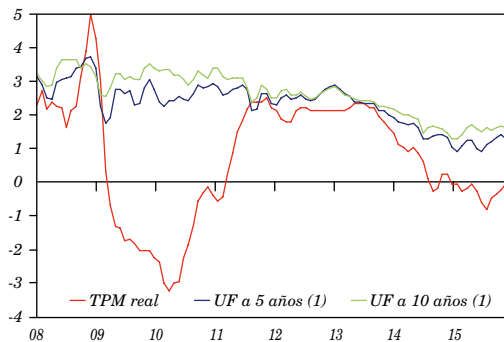
1. EEE: Encuesta de Expectativas Económicas y EOF: Encuesta de Operadores Financieros.  
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico 6. Indicadores de Inflación**  
(Variación anual, porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico 7. TPM Real y tasas a Largo Plazo**  
(Porcentaje)



(1) La TPM real se calcula como la diferencia entre la TPM nominal y la inflación esperada a un año obtenida de la Encuesta de Expectativas Económicas.

(2) Tasas de interés mercado secundario, bonos en UF (BTU, BCU) a 5 y 10 años.

Fuente: Banco Central de Chile.

## REFERENCIAS

- Albagli, E. y Vergara R. (2015). “Long-term Interest Rates in Advanced Economies: Recent Trends and Implications for Monetary Policy in Chile”, Documento de Política Económica N°52, Banco Central de Chile.
- Albagli, E., Naudon, A. y Vergara R. (2015). “Inflation Dynamics in LATAM: A Comparison with Global Trends and Implications for Monetary Policy”, Documento de Política Económica N°58, Banco Central de Chile.
- Banco Central de Chile (2007). “La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación”, enero.
- Banco Central de Chile (2013). *Informe de Política Monetaria*, segundo trimestre, junio.
- Banco Central de Chile (2015). *Informe de Estabilidad Financiera*, segundo semestre, diciembre.
- BCBS (2010). “Basilea III: Marco internacional para la medición, normalización y seguimiento del riesgo de liquidez”, diciembre.
- BCBS (2011). “Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios – rev. junio de 2011”, junio.
- Bernanke, B. (2013a). “The Economic Outlook”, testimonio ante el Joint Economic Committee, Congreso de EE.UU., 22 de mayo, Board of Governors of the Federal Reserve System (EE.UU.), <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20130522a.htm>
- Bernanke, B. (2013b). “Chairman Bernanke’s Press Conference”, junio 19, Federal Open Market Committee (EE.UU.), <http://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20130619.pdf>
- Bernanke, B. (2013c). *Semiannual Monetary Policy Report to the Congress*, testimonio ante el Committee on Financial Services, Cámara de Representantes de EE.UU., 17 de julio, Board of Governors of the Federal Reserve System (EE.UU.), <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20130717a.htm>
- Bernanke, B. (2015). “The courage to act: A memoir of a crisis and its aftermath”, Nueva York, EE.UU., W.W. Norton & Company Inc., octubre.
- Borio, C. (2003). “Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?”, Documento de trabajo N° 128, BIS, febrero.



- Borio, C. y Shim I. (2007). “What can (macro-) prudential policy do to support monetary policy?”, Documento de trabajo N° 242, BIS, diciembre.
- Bruno, V. y Shin H. S., (2014), “Assessing Macroprudential Policies: Case of South Korea”, *The Scandinavian Journal of Economics* N° 116(1), 128–157.
- Caputo, R. y Chang R. (2014). “Commodity Prices and Macroeconomic Policy: An Overview”. En *Commodity Prices and Macroeconomic Policy*, editado por R. Caputo y R. Chang, vol. 22, Serie de libros *Banca central, análisis y políticas económicas*, Banco Central de Chile.
- Céspedes, L. y Soto C. (2007). “Credibility and Inflation targeting in Chile”. En *Monetary Policy under inflation targeting*, editado por F. Mishkin y K. Schmidt-Hebbel, vol. 11, Serie de libros *Banca central, análisis y políticas económicas*, Banco Central de Chile.
- Corbo, V., Caballero, R., Marcel, M., Rosende, F., Schmidt-Hebbel, K., Vergara, R., y Vial J. (2011). “Propuestas para perfeccionar la regla fiscal”, mimeo.
- CPMI-IOSCO (2012). “Principles for Financial Market Infrastructures”, abril.
- De Gregorio, J. (2009). “Chile Frente a la Recesión Mundial del 2009”, Documento de Política Económica N°30, Banco Central de Chile.
- De Gregorio, J. (2012). “Macroeconomía: Teoría y políticas”, Santiago, Chile, Pearson-Education, octubre.
- Draghi, M. (2012). “Verbatim of the remarks made by Mario Draghi”, discurso efectuado en la Global Investment Conference, Londres, Reino Unido, 26 de julio.
- FSB (2011). “Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions”, octubre.
- G20 (2009). “Leaders’ Statement: The Pittsburg Summit”, septiembre.
- Irwin, N. (2013). “The alchemists: Three central bankers and a world on fire”, Londres, Inglaterra, Penguin Books Ltd., abril.
- Larraín, M. (1989). “How the 1981-83 Chilean Banking Crisis was handled”, Documento de trabajo N° 300, The World Bank, diciembre.
- Raddatz, C. (2015), “La Economía ante las crisis financieras. ¿Cómo evitar que ocurran?”, discurso preparado para un panel del mismo nombre realizado en el contexto del Primer Seminario Finanzas y Ética: Finanzas y crisis económicas: experiencias y lecciones para Latinoamérica, organizado por la Universidad Alberto Hurtado, Santiago, Chile, 21 de octubre.

- Raddatz, C. y Vergara R. (2016). “Macroprudential Policies: General Analysis and a Look into the Chilean Experience”, Documento de Política Económica N°59, Banco Central de Chile.
- Shin, H. S. (2011). “Macroprudential policies beyond Basel III”, BIS papers N°60, 5-15, diciembre.
- Shin, H. S. (2012), “Adaptación de Políticas Macroprudenciales a las condiciones globales de liquidez”, *Economía Chilena*, vol. 15, N°2, 33–65.
- Velasco, A. (1991). “Liberalization, Crisis, Intervention: the Chilean Financial System, 1975-1985”. En *Banking Crises: Cases and Issues*, editado por V. Sundararajan y T. Baliño, Washington D.C., EE.UU., International Monetary Fund.
- Vergara, R. (2010a). “Política monetaria después de la Crisis: Algunas reflexiones sobre objetivos e instrumentos”, Documento de Política Económica N°38, Banco Central de Chile.
- Vergara, R. (2010b), “Monetary Policy after the Crisis: Some Issues Regarding Targets and Instruments”, discurso efectuado en la Conferencia “Inflation Targeting in Open Economies: Challenges in a Post-Crisis World”, Praga, República Checa, 24 de septiembre.
- Vergara, R. (2012a), “Estabilidad macroeconómica y financiera: desafíos para la política monetaria”, discurso efectuado con motivo de la inauguración de la XVI Conferencia Anual del Banco Central de Chile, Santiago, Chile, 15 y 16 de noviembre.
- Vergara, R. (2012b), “The global economic scenario and monetary policy management”, discurso efectuado en el “2012 Latin American Forum” del IIF, Montevideo, Uruguay, 17 de marzo.
- Vergara, R. (2014a). “Communication Strategies and Monetary Policy Effectiveness”, Documento de Política Económica N°50, Banco Central de Chile.
- Vergara, R. (2014b). “Monetary Policy in Advanced Economies: Some Challenges for Emerging Economies”, Documento de Política Económica N°51, Banco Central de Chile.
- Vergara, R. (2015a), “Monetary policy through asset markets: lessons from unconventional measures and implications for an integrated world”, discurso efectuado con motivo de la inauguración de la XIX Conferencia Anual del Banco Central de Chile, Santiago, Chile, 19 y 20 de noviembre.
- Vergara, R. (2015b). “Chile y la Agenda Regulatoria Financiera Global”, Documento de Política Económica N°57, Banco Central de Chile.

- Vergara, R. (2015c), “The role of macroprudential policy and monetary policy in safeguarding financial stability”, discurso efectuado en la Conferencia “Banking Development, Stability and Sustainability” organizado por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y la Universidad Diego Portales, Santiago, Chile, 5 de noviembre.
- Vergara, R. (2015d), “Perfeccionando la Estabilidad Financiera mediante Políticas Macroprudenciales: Implicancias sobre la Política Monetaria”, discurso efectuado con motivo de la XCIX Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Centro De Estudios Monetarios Latinoamericanos, Cancún, México, 28, 29 y 30 de mayo.
- Yellen, J. (2015a). “Chair Yellen’s Press Conference”, 16 de diciembre, Federal Open Market Committee (EE.UU.), <http://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20151216.pdf>
- Yellen, J. (2015b). “Semiannual Monetary Policy Report to the Congress”, testimonio ante el Committee on Financial Services, Cámara de Representantes de EE.UU., 15 de julio, Board of Governors of the Federal Reserve System (EE.UU.), <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/yellen20150715a.htm>

## ANEXO 3

# FOTOGRAFÍAS DE EVENTOS DEL BANCO CENTRAL DE CHILE DE LOS PRESIDENTES DE LA AUTONOMÍA DEL AÑO 2003 AL 2014<sup>1</sup>

1. Todas las imágenes son parte del archivo fotográfico del Banco Central de Chile, salvo en aquellas en que se indica una fuente diferente.



*2003, mayo 08. Primera reunión del Consejo del BCCh con Vittorio Corbo como Presidente. De izquierda a derecha, el Consejero, José De Gregorio; el Vicepresidente, Jorge Marshall; el Presidente, Vittorio Corbo, y los Consejeros, María Elena Ovalle y Jorge Desormeaux.*



*2003, mayo 13. Presentación del Consejo del BCCh del Informe de Política Monetaria (IPoM) de mayo ante la Comisión de Hacienda del Senado en Valparaíso. De izquierda a derecha, los Consejeros, María Elena Ovalle y Jorge Desormeaux; el Presidente, Vittorio Corbo; el Vicepresidente, Jorge Marshall, y el Consejero, José De Gregorio.*



2003, agosto 7. Inauguración de la exposición “Pintura chilena en el Banco Central” realizada con motivo del septuagésimo octavo aniversario del Instituto Emisor.



2003, septiembre 10. Presentación del Presidente del BCCh, Vittorio Corbo, del IPoM de septiembre ante el Senado en Valparaíso.



*2004, marzo 17. El Consejo del BCCh y gerentes del Banco participan en la Reunión de Política Monetaria.*



*2004, marzo 16. Lanzamiento del volumen VII de la serie “Banca Central, Análisis y Políticas Económicas”. De izquierda a derecha, el Gerente de Investigación Económica y el Presidente del BCCh, Klaus Schmidt-Hebbel y Vittorio Corbo, respectivamente y el académico de la Universidad Católica de Chile, Felipe Larraín.*





2004, abril 2. Puesta en marcha del sistema de pagos de alto valor Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR). En la foto, el Vicepresidente y el Consejero del BCCh, José De Gregorio y Jorge Desormeaux, respectivamente, junto a funcionarios del Banco.



2004, mayo 30. El Banco Central de Chile abre sus puertas al público general como parte de la celebración del Día del Patrimonio Cultural de Chile por primera vez.





*2004, agosto 19. Conferencia de prensa de la presentación del primer Informe de Estabilidad de Financiera (IEF) del BCCh correspondiente al primer semestre de 2014. De izquierda a derecha, la Consejera, María Elena Ovalle; el Presidente, Vittorio Corbo y el Gerente de la División de Política Financiera, Luis Óscar Herrera.*



*2004, septiembre 15. Presentación de la Consejera del BCCh, María Elena Ovalle del IPoM de septiembre a mujeres líderes de APEC. De izquierda a derecha, la Jefa del Departamento de Análisis Internacional, Claudia Varela; la Gerente de Cambios Internacionales y Política Comercial, Gloria Peña; la Consejera, María Elena Ovalle y la Gerente de Recursos Humanos, Cecilia Feliú.*



2004, septiembre 31. Lanzamiento del nuevo billete de 2000 pesos, el primero en Chile hecho de material polímero. De izquierda a derecha, el Gerente de la División Política Financiera, Luis Óscar Herrera; el Presidente, Vittorio Corbo y el Gerente de Tesorería, Iván Montoya.



2004, octubre 14. Lanzamiento del libro educativo “Economía para todos” del ex Presidente del Banco Central, Carlos Massad. De izquierda a derecha, Carlos Massad; el Senador, Edgardo Boeninger; el Ministro de Educación, Sergio Bitar y el Presidente del Banco Central, Vittorio Corbo.



*2004, diciembre 12. Visita del Director del Peterson Institute for International Economics, Fred Bergsten. En la foto, De izquierda a derecha, los gerentes de la División Estudios y Política Financiera, Rodrigo Valdés y Luis Óscar Herrera; la Consejera, María Elena Ovalle; los economistas, Joseph Ramos y Ricardo Ffrench-Davis; el Presidente del BCCh, Vittorio Corbo; Fred Bergsten; el Vicepresidente, José De Gregorio; el Consejero, Manuel Marfán; el Gerente General, Camilo Carrasco y el Gerente de la División Internacional, Esteban Jadresic.*



*2005, marzo 29. Lanzamiento de los volúmenes VIII y IX de la serie "Banca Central, Análisis y Políticas Económicas" del BCCh. De izquierda a derecha, los editores de los libros, el Gerente de Investigación Económica, Klaus Schmidt-Hebbel y los economistas Rómulo Chumacero, Andrea Tokman y Jorge Restrepo.*





2005, abril 26. Lanzamiento de la primera versión del concurso estudiantil *Economía + Cerca*. De izquierda a derecha, en segunda fila, la Consejera, María Elena Ovalle; el Ministro de Educación, Sergio Bitar y el Presidente del BCCh, Vittorio Corbo.



2005, julio 19. Visita del economista del Primer Vicepresidente y Gerente de Operaciones del Banco de la Reserva Federal de Atlanta, Patrick K. Barron al BCCh. En la foto, junto al Presidente del Banco, Vittorio Corbo y el Consejero, Enrique Marshall.



*2005, agosto 18. Cena de gala en conmemoración de los 80 años del Banco Central. De izquierda a derecha, los ex Presidentes del BCCh, Carlos Massad y Andrés Bianchi; el Presidente de la República, Ricardo Lagos; el Presidente del Banco, Vittorio Corbo y el ex Presidente, Roberto Zahler.*



*2005, agosto 25. El Presidente del Banco Central de Chile, Vittorio Corbo, inaugura la muestra "Monedas y billetes: 80 años del Banco Central de Chile" exhibida en el Museo Nacional de Bellas Artes en el marco de la celebración del octogésimo aniversario del Instituto Emisor.*



2005, octubre 17. Premiación de la primera versión del concurso estudiantil *Economía + Cerca*. En la foto, estudiantes y profesores de los colegios ganadores con parte del jurado del concurso y Consejeros del Banco. De izquierda a derecha, en la fila de atrás, los Consejeros, Manuel Marfán y Jorge Desormeaux; el docente de la Universidad Católica, Óscar Godoy; el Vicepresidente, José De Gregorio; el Presidente del BCCh, Vittorio Corbo; el Ministro de Educación, Sergio Bitar; la docente de la Universidad de Chile, Alejandra Mizala y la Consejera del Banco, María Elena Ovalle.



2005, octubre 20. Cena de gala de la IX Conferencia Anual del BCCh. De izquierda a derecha, la Primera Subdirectora Gerente del FMI, Anne Krueger; el Presidente del BCCh, Vittorio Corbo y el Gobernador del Banco de Israel, Stanley Fischer.



2006, marzo 17. Lanzamiento del volumen X de la serie “Banca Central, Análisis y Políticas Económicas” del BCCh. De izquierda a derecha, el Secretario Ejecutivo de la Cepal, José Luis Machinea; el Gerente de Investigación Económica, Luis Felipe Céspedes y el Presidente del BCCh, Vittorio Corbo.



2006, abril 11. En el marco del Programa “Conozca sus Billetes” de la Gerencia de Tesorería del Banco Central, que comenzó ese año y continúa hasta hoy, la Jefa del Departamento de Investigación y Desarrollo Circulante, Claudia Bendjerodt, ofrece una charla sobre las características de los billetes a cajeros, comerciantes y personas familiarizadas con el mundo del efectivo.





2006, mayo 28. El Presidente del BCCh, Vittorio Corbo, recibe a visitantes en su oficina durante el Día del Patrimonio Cultural de Chile, iniciativa a la cual el Banco se sumó ese año por tercera vez consecutiva.



2006, julio 5. El gerente de la División de Política Financiera, Luis Óscar Herrera y el Presidente del BCCh, Vittorio Corbo, ofrecen una charla para periodistas sobre el Informe de Estabilidad Financiera (IEF) del primer semestre del 2006.





*2006, julio 13. El Consejo del BCCh en la Reunión de Política Monetaria.*



*2006, julio 17. Visita del gobernador del Banco de Canadá, David A. Dodge.*



2006, octubre 25. El Director del Museo Nacional de Bellas Artes, Milan Ivelic, y el Presidente del BCCh, Vittorio Corbo, en la inauguración de la muestra pictórica “Memoria Urbana” que reunió obras de destacados pintores chilenos pertenecientes a la colección del Instituto Emisor.



2006, noviembre 8. Inauguración de la X Conferencia Anual del BCCh. De izquierda a derecha, el Economista Jefe del Banco Interamericano de Desarrollo, Guillermo Calvo; el Presidente del BCCh, Vittorio Corbo y el Gerente de la División Internacional, Esteban Jadresic.



*2007, Marzo 19. Lanzamiento del volumen 11 de la serie “Banca Central, Análisis y Políticas Económicas”. De izquierda a derecha, el ex Presidente del BCCh, Carlos Massad; el Presidente, Vittorio Corbo y el economista Klaus Schmidt-Hebbel.*



*2007, Marzo 19. IX Taller de Economía y Finanzas Internacionales, organizado por la Universidad Torcuato Di Tella, el BID y el BCCh. De izquierda a derecha, el Gerente de la División Estudios, Rodrigo Valdés; el Ministro de Hacienda, Andrés Velasco y el profesor de la Universidad Torcuato Di Tella, Juan Pablo Nicolini.*



2007, Marzo 23. Conferencia de prensa sobre las Nuevas Cuentas Nacionales con año base 2003. De izquierda a derecha, el Gerente de la División Estudios, Rodrigo Valdés y el Gerente de Información e Investigación Estadística, Ricardo Vicuña.



2007, mayo 18. Presentación del IPoM de mayo 2007 en el XIV Encuentro del Banco Central de Chile con las Regiones en Antofagasta, organizado por el Instituto Emisor y la Universidad Católica del Norte (UCN). De izquierda a derecha, el Presidente del Banco Central, Vittorio Corbo; el Decano de la Facultad de Economía y Administración de la UCN, Fernando Vial y el Economista Senior de la Gerencia de Estabilidad Financiera del Instituto Emisor, Alejandro Jara.





*2007, julio 18. Visita al BCCh del Director General del BIS, Andrew Crockett. De izquierda a derecha, los gerentes de Análisis Internacional, Sergio Lehmann y de la División Operaciones Financieras, Esteban Jadresic y los representantes del BID.*



*2007, noviembre 7. El Vicepresidente del Banco Central de Chile, José De Gregorio, junto a estudiantes en el lanzamiento del video educativo “La Estabilidad de Precios ¿Por qué es importante para ti?”, adaptación de un material del mismo nombre creado por el Banco Central Europeo.*



*2007, diciembre 13. El Consejo del BCCh con el Ministro de Hacienda, Andrés Velasco, durante la Reunión de Política Monetaria*



*2008, abril 11. Conferencia de prensa sobre la intervención del mercado cambiario. De izquierda a derecha, el Gerente Asesor de Comunicaciones, Luis Álvarez; el Vicepresidente, Jorge Desormeau; el Presidente, José De Gregorio y el Gerente de la División Estudios, Pablo García.*



*2008, abril 28. Visita de la Comisión de Hacienda del Senado al Consejo del Banco Central. De izquierda a derecha, el Consejero, Manuel Marfán; el Presidente, José De Gregorio; los Senadores Eduardo Frei, José García y Carlos Ominami y el Vicepresidente del BCCh, Jorge Desormeaux.*



*2008, mayo 16. Conferencia de prensa tras la presentación del Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio en Icare. De izquierda a derecha, el Gerente de la División Estudios, Pablo García; el Presidente José De Gregorio y el Gerente de la División Política Financiera, Kevin Cowan.*



2008, mayo 25. El Presidente del BCCh, José De Gregorio, recibe a visitantes en su oficina durante el Día del Patrimonio Cultural de Chile.



2008, junio 17. Presentación del IEF del primer semestre de 2008. De izquierda a derecha, el Presidente del BCCh, José De Gregorio; el Gerente General de la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras (ABIF), Alejandro Alarcón y el Gerente de la División Política Financiera, Kevin Cowan.





*2008, julio 14. El Presidente del Banco Central de Chile, José De Gregorio, expone en una reunión de trabajo de la Comisión de Economía, Fomento y Desarrollo de la Cámara de Diputados en Santiago.*



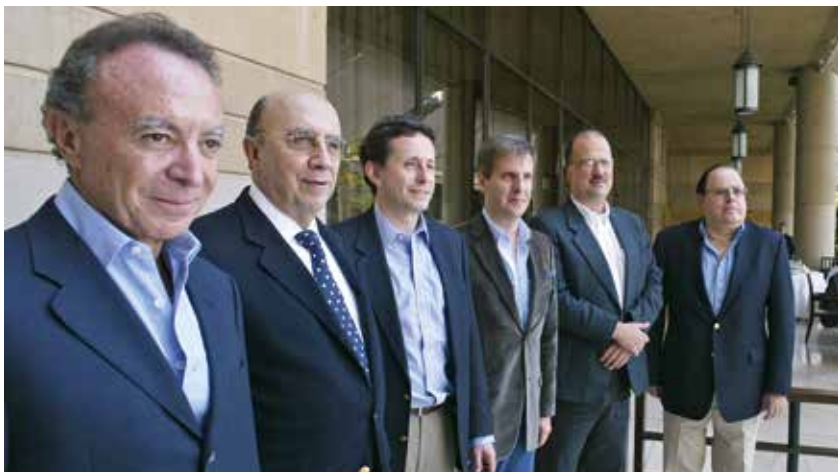
*2008, julio 28. Visita de la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados al Consejo del BCCh. De izquierda a derecha, el Consejero, Sebastián Claro; el Vicepresidente, Jorge Desormeaux; el Diputado, Eugenio Tuma; el Presidente, José De Gregorio; los Diputados, José Miguel Ortiz, René Aedo, Raúl Súnico y Pablo Lorenzini, y el Consejero, Enrique Marshall.*



*2008, agosto 5. Lanzamiento del volumen XII de la serie de libros “Banca Central, Análisis y Políticas Económicas” del BCCh. De izquierda a derecha, los economistas Klaus Schmidt- Hebbel y Felipe Larrain; el Presidente del Instituto Emisor, José De Gregorio y el Gerente de la División Política Financiera, Kevin Cowan.*



*2008, septiembre 1. El Consejo presenta el IPoM de septiembre ante el Senado en Valparaíso. De izquierda a derecha, el Consejero, Enrique Marshall; el Vicepresidente, Jorge Desormeaux; el Presidente, José De Gregorio, y los Consejeros, Manuel Marfán y Sebastián Claro.*



*2008, octubre 19. Encuentro de Presidentes de los bancos centrales de las mayores economías de la región realizado en Santiago, en el que el Banco Central de Chile actuó como anfitrión. De izquierda a derecha, los Presidentes de los bancos centrales de México, Guillermo Ortiz; de Brasil, Henrique Meirelles; de Chile, José De Gregorio; de Argentina, Martín Redrado; de Colombia, José Darío Uribe y de Perú, Julio Velarde.*



*2008, noviembre 7. XII Conferencia Anual del Banco Central de Chile. De izquierda a derecha, el Presidente del BC de Argentina, Martín Redrado; el columnista de Financial Times, Martin Wolf; el Presidente del Banco de la República de Colombia, José Darío Uribe y el Consejero del BCCh, Manuel Marfán.*



*2009, julio 1. Conferencia de prensa para dar a conocer el Informe de Estabilidad Financiera, primer semestre de 2009.*



*2009, agosto 18. Lanzamiento del primer billete de 5000 pesos de la Nueva Familia de Billetes. En la foto, el Presidente del BCCh, José De Gregorio, con la Presidenta de la República, Michelle Bachelet.*





*2009, agosto 18. Conferencia de prensa para dar a conocer el primer billete de 5000 pesos de la Nueva Familia de Billetes. De izquierda a derecha, el Gerente General del BCCh, Alejandro Zurbuchen; el Presidente José De Gregorio y el Gerente Tesorero, Iván Montoya.*



*2009, septiembre 24. Puesta en circulación del billete de 5000 pesos. El Presidente del BCCh, José De Gregorio, realiza el primer pago con el nuevo billete cancelando una lustrada de zapatos en el centro de Santiago.*



2009, octubre 2. El Gerente de la División Estadísticas, Ricardo Vicuña, y el Gerente de Estadísticas Macroeconómicas del Banco Central de Chile, Francisco Ruiz, exponen en el Taller de Cuentas Nacionales en el primer Seminario de capacitación para periodistas, realizado por el Instituto Emisor y el Capítulo Chileno de la Asociación Interamericana de Periodistas de Economía y Finanzas (Aipef Chile).



2009, octubre 27. Lanzamiento del volumen XIII de la serie de libros “Banca Central, Análisis y Políticas Económicas” del BCCh. De izquierda a derecha, el Director del Departamento para el Hemisferio Occidental del FMI, Nicolás Eyzaguirre; el Presidente del Instituto Emisor, José De Gregorio; el académico de la Universidad Católica y ex Gerente de Investigación Económica del Banco, Klaus Schmidt- Hebbel y el Gerente de Investigación Económica, Luis Felipe Céspedes.



*2009, noviembre 19. Inauguración de la XIII Conferencia Anual del BCCh.*



*2010, enero 12. Lanzamiento del volumen XIV de la serie de libros “Banca Central, Análisis y Políticas Económicas” del BCCh. De izquierda a derecha, el Presidente del Instituto Emisor, José De Gregorio; el ex Gerente General y autor del libro, Camilo Carrasco y el ex Presidente del Banco, Andrés Bianchi.*



2010, enero 19. La Gerente de Asuntos Institucionales del BCCh, Claudia Varela, ofrece una charla de capacitación sobre economía y el rol y los objetivos del Instituto Emisor a docentes de ciencias sociales y carreras afines en el primer ciclo de los "Talleres para profesores".



2010, marzo 31. Puesta en circulación del billete de 10000 pesos. El Presidente del BCCh, José De Gregorio, realizó el primer pago con el nuevo billete en la librería del Museo de Artes Visuales (MAVI).





*2010, junio 8. Conferencia de prensa para develar el nuevo billete de 20000 pesos. De izquierda a derecha, el Gerente Tesorero, Iván Montoya; el Presidente José De Gregorio y el Gerente Asesor de Comunicaciones, Luis Álvarez.*



*2010, julio 24. Visita de la Comisión de Hacienda del Senado al Consejo del BCCh. De izquierda a derecha, los Consejeros, Enrique Marshall y Sebastián Claro; el Senador, José García Ruminot; el Presidente, José De Gregorio; el Senador, Camilo Escalona; Consejero, Rodrigo Vergara; el Secretario de la Comisión, Roberto Bustos; el Vicepresidente del Instituto Emisor, Manuel Marfán y el Gerente de la División Estudios, Pablo García.*



2010, julio 28. Puesta en circulación del billete de 20000 pesos. El Presidente del BCCh, José De Gregorio, realizó el primer pago con el nuevo billete en el turístico sector del Barrio Bellavista.



2010, octubre 10. Conferencia de prensa para develar el nuevo billete de 2000 pesos. De izquierda a derecha, el Gerente General del BCCh, Alejandro Zurbuchen; el Presidente, José De Gregorio y el Gerente Tesorero, Iván Montoya.



*2010, octubre 27. Visita al Consejo del BCCh de las autoridades del Ministerio de Hacienda. De izquierda a derecha, el Consejero, Sebastián Claro; el Subsecretario de Hacienda, Rodrigo Álvarez; el Vicepresidente, Manuel Marfán; el Ministro de Hacienda, Felipe Larraín; el Presidente, José De Gregorio; la Directora de Presupuestos, Rosanna Costa; los Consejeros, Enrique Marshall y Rodrigo Vergara y el Gerente de la División Estudios, Pablo García.*



*2010, noviembre 30. Puesta en circulación del billete de 2000 pesos, con la primera compra realizada por el Presidente del BCCh, José De Gregorio, en el Mercado Central de Santiago.*



2011, marzo 16. Conferencia de prensa para develar el nuevo billete de 1000 pesos. De izquierda a derecha, el Gerente General del BCCh, Alejandro Zurbuchen; el Presidente, José De Gregorio y el Gerente Tesorero, Iván Montoya.



2011, abril 4. Presentación del Informe de Política Monetaria (IPoM) de marzo ante la Comisión de Hacienda del Senado en Santiago. De izquierda a derecha, el Consejero, Sebastián Claro; el Vicepresidente, Manuel Marfán; el Presidente, José De Gregorio, y los Consejeros Enrique Marshall y Rodrigo Vergara.





*2011, mayo 17. Ceremonia de puesta en circulación del billete de 1000 pesos. En la foto, el Presidente del BCCh, José De Gregorio y los ex Presidentes, Vittorio Corbo y Carlos Massad, observan el billete con el que se pagó el servicio de un tradicional fotógrafo de la Plaza de Armas de Santiago.*



*2011, agosto 5. Reunión en Santiago de los Presidentes de Bancos Centrales de los Estados Partes del Mercosur, Bolivia, Chile y Perú.*



*2011, noviembre 22. Expositores del Banco y periodistas en el cierre de la tercera versión del Seminario de capacitación para periodistas realizado por el Instituto Emisor y el Capítulo Chileno de la Asociación Interamericana de Periodistas de Economía y Finanzas (Aipef Chile).*



*2012, abril 11. Presentación del Presidente del BCCh, Rodrigo Vergara, ante la sesión especial de la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados sobre “La 14ª Revisión General de Cuotas y la relación del Banco Central de Chile con el Fondo Monetario Internacional”.*



*2012, abril 22. Visita de la Directora Gerente del FMI, Christine Lagarde, al Consejo del BCCh.*



*2012, mayo 3. Presentación del IPoM de mayo ante la Comisión de Hacienda del Senado. De izquierda a derecha, el Consejero, Enrique Marshall; los Senadores, Ignacio Walker y José García Ruminot; el Presidente del BCCh, Rodrigo Vergara; los Senadores, Ricardo Lagos Weber y Jaime Orpis; el Vicepresidente, Manuel Marfán y los Consejeros, Sebastián Claro y Joaquín Vial.*



*2012, mayo 18. El Presidente del Banco Central de Chile, Rodrigo Vergara, inaugura el Museo Numismático del Instituto Emisor, que reúne parte de su colección patrimonial de billetes y monedas y que está ubicado en el primer piso del edificio institucional, en una antigua bóveda.*



*2012, junio 14. El Consejo del BCCh en la primera Reunión de Política Monetaria (RPM) con el Ministro de Hacienda Felipe Larraín.*





*2012, junio 19. Presentación del Consejo del BCCh del IPoM de junio y el IEF del primer semestre 2012 ante la Comisión de Hacienda del Senado.*



*2012, noviembre 6. Premiación de los colegios ganadores de la octava versión del concurso estudiantil "Economía + Cerca". En la foto, estudiantes y profesores de los colegios ganadores con parte del jurado del concurso. De izquierda a derecha, la Asesora del Ministro de Educación, Loreto Cox; el ex Presidente del BCCh, Roberto Zahler; la académica de la Universidad de La Frontera, Marianela Denegri; el Consejero, Joaquín Vial; el Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras, Raphael Bergoeing; la profesora ganadora de la versión 2011 del concurso, Claudia Silva y el Presidente del Instituto Emisor, Rodrigo Vergara.*



*2012, diciembre 12. Sexto seminario de Alto Nivel de los bancos centrales del Eurosistema y de América Latina realizado en Santiago.*



*2013, mayo 26. El Gerente General del BCCh, Alejandro Zurbuchen, recibe a los asistentes en la Oficina del Presidente del Instituto Emisor durante el Día del Patrimonio Cultural de Chile.*



*2013, agosto 21. Consejo, gerentes y funcionarios del BCCh en el lanzamiento del programa de acercamiento a la comunidad “Central en tu vida”.*



*2013, agosto 9. Lanzamiento del volumen XVII de la serie de libros “Banca Central, Análisis y Políticas Económicas” del BCCh. De izquierda a derecha, el académico de la Universidad de Chile, José De Gregorio; el Presidente del Instituto Emisor, Rodrigo Vergara y el coordinador de políticas económicas del Ministerio de Hacienda, Luis Felipe Céspedes.*





2013, octubre 8. Visita del economista Stanley Fischer al BCCh. De izquierda a derecha, el Gerente de Investigación Económica, Claudio Raddatz; el CEO para Chile del Grupo Sura, Francisco Murillo; el economista Patricio Rojas; el ex Presidente del Instituto Emisor, Vittorio Corbo; el Vicepresidente del Banco, Manuel Marfán; Stanley Fischer; el Presidente del BCCh, Rodrigo Vergara; el Consejero, Enrique Marshall; el CEO Regional de Asset Management de Sura, Andrés Castro; el Consejero, Joaquín Vial y el Gerente de la División de Política Financiera del Banco, Kevin Cowan.



2013, noviembre 15. Quinta Reunión Cumbre de Bancos Centrales con Metas de Inflación realizada en Santiago.



*2013, noviembre 20. Lanzamiento del libro “Nueva Familia de Billetes para Chile”, que da cuenta del proceso de reemplazo de billetes que realizó el Banco Central entre septiembre de 2009 y mayo de 2011. En la foto, el Presidente, Rodrigo Vergara, junto al Gerente de Comunicaciones, Luis Álvarez.*



*2013, diciembre 3. Presentación del IPoM de diciembre ante la Comisión de Hacienda del Senado, en Valparaíso.*



2014, marzo 13. Consejo del BCCh en la primera Reunión de Política Monetaria (RPM) con el Ministro de Hacienda, Alberto Arenas.



2014, mayo 25. El Presidente del BCCh, Rodrigo Vergara, recibe a visitantes en su oficina durante el Día del Patrimonio Cultural.



2014, junio 20. El Presidente del BCCh, Rodrigo Vergara, expone el IPoM de junio e IEF del primer semestres del 2014 ante economistas y empresarios reunidos por Icare.



2014, junio 20. Conferencia de prensa tras la presentación del IPoM e IEF en Icare. De izquierda a derecha, los Gerentes de Comunicaciones, Luis Álvarez y de la División Política Financiera, Claudio Raddatz; el Presidente del BCCh, Rodrigo Vergara y el Gerente de División Estudios, Luis Óscar Herrera.





2014, septiembre 24. Visita al Consejo del BCCh del ex Secretario del Tesoro de Estados Unidos y Presidente de Warburg Pincus, Timothy Geithner. De izquierda a derecha, el Gerente de División Estudios, Alberto Naudon; el Vicepresidente, Enrique Marshall; el Presidente, Rodrigo Vergara; Timothy Geithner y ejecutivos que lo acompañaban.



2014, octubre 22. Stand del Banco Central de Chile en la Primera Feria de Educación Financiera realizada en la Plaza de La Constitución de Santiago. De izquierda a derecha, en primera línea, el Director Nacional del Sernac, Ernesto Muñoz; la ministra de Desarrollo Social, María Fernanda Villegas; el Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras, Eric Parrado y el Presidente del BCCh, Rodrigo Vergara.





*2014, octubre 24. El Presidente del BCCh, Rodrigo Vergara, inaugura la Conferencia "El rol de los bancos centrales en tiempos modernos: Veinticinco años de autonomía del Banco Central de Chile".*



*2014, octubre 24. El profesor de Economía de la Universidad de Stanford, John Taylor, expone en la primera sesión de la Conferencia "El rol de los bancos centrales en tiempos modernos: Veinticinco años de autonomía del Banco Central de Chile".*



2014, octubre 24. El Director y Consejero Económico del Departamento de Estudios del Fondo Monetario Internacional, Olivier Blanchard, expone en la primera sesión de la Conferencia “El rol de los bancos centrales en tiempos modernos: Veinticinco años de autonomía del Banco Central de Chile”.



2014, octubre 24. Presidentes de la autonomía del BCCCh en la conferencia “El rol de los bancos centrales en tiempos modernos: Veinticinco años de autonomía del Banco Central de Chile”. De izquierda a derecha, los ex Presidentes, Andrés Bianchi, Roberto Zahler, Carlos Massad, Vittorio Corbo y José De Gregorio y el Presidente Rodrigo Vergara.



*2014, octubre 24. El ex Presidente del Banco Central de Chile, Andrés Bianchi expone en la segunda sesión de la Conferencia “El rol de los bancos centrales en tiempos modernos: Veinticinco años de autonomía del Banco Central de Chile”.*



*2014, octubre 24. El ex Presidente del Banco Central de Chile, Roberto Zahler; expone en la segunda sesión de la Conferencia “El rol de los bancos centrales en tiempos modernos: Veinticinco años de autonomía del Banco Central de Chile”.*



*2014, octubre 24. El ex Presidente del Banco Central de Chile, Carlos Massad, expone en la segunda sesión de la Conferencia “El rol de los bancos centrales en tiempos modernos: Veinticinco años de autonomía del Banco Central de Chile”.*



*2014, octubre 24. El ex Presidente del Banco Central de Chile, Vittorio Corbo, expone en la segunda sesión de la Conferencia “El rol de los bancos centrales en tiempos modernos: Veinticinco años de autonomía del Banco Central de Chile”.*



*2014, octubre 24. El ex Presidente del Banco Central de Chile, José De Gregorio, expone en la segunda sesión de la Conferencia “El rol de los bancos centrales en tiempos modernos: Veinticinco años de autonomía del Banco Central de Chile”.*



*2014, octubre 28. Visita del profesor de Harvard y Presidente emérito del National Bureau of Economic Research, Martin Feldstein, al Presidente del BCCh, Rodrigo Vergara.*



*2014, diciembre 4. Visita de la Directora Gerente del FMI, Christine Lagarde, al Consejo del BCCh.*



*2014, diciembre 5. Visita del Consejero Económico y Director del Departamento de Estudios del FMI, Olivier Blanchard, y del Director del Earth Institute en la Universidad de Columbia, Jeffrey Sachs, al Consejo del BCCh.*



2014, diciembre 18. Lanzamiento de los volúmenes XVIII y XIX de la serie de libros “Banca Central, Análisis y Políticas Económicas” del BCCh. En la foto, el investigador senior del Centro de Estudios Público (CEP) y ex Presidente del Instituto Emisor, Vittorio Corbo y el Presidente, Rodrigo Vergara.

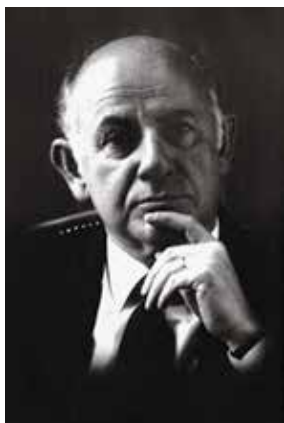
## ANEXO 4

# FOTOGRAFÍAS DE AUTORIDADES Y EVENTOS DE LOS 25 AÑOS DE AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE<sup>1</sup>

1. Todas las imágenes son del archivo fotográfico del Banco Central de Chile, salvo en aquellas en que se indica una fuente diferente.



## 1. Consejeros de los 25 años de autonomía<sup>2</sup>



*Andrés Bianchi Larre  
Presidente, 1989-1991*



*Juan Eduardo Herrera Correa  
Consejero, 1989-1993  
Vicepresidente, 1991-1993*



*Enrique Seguel Morel  
Consejero, 1989-1995*



*Roberto Zahler Mayanz  
Consejero, 1989-1996  
Presidente, 1991-1996*

2. Incluye las fotografías de las autoridades hasta el año 2014 cuando se cumplieron los 25 años de la autonomía, por lo cual no se incorporó a Mario Marcel Cullel como Consejero y a Sebastián Claro Edwards como Vicepresidente, ya que fueron nombrados durante el 2015.



*Alfonso Serrano Spoerer  
Consejero, 1990-1999*



*Pablo Piñera Echenique  
Consejero, 1991-2001*



*Jorge Marshall Rivera  
Vicepresidente, 1993-2003*



*María Elena Ovalle Molina  
Consejera, 1995-2005*



*Carlos Massad Abud  
Presidente, 1996-2003*



*Jorge Desormeaux Jiménez  
Consejero, 1999-2009  
Vicepresidente, 2007-2009*



*José De Gregorio Rebeco  
Consejero, 2001-2011  
Vicepresidente, 2003-2007  
Presidente, 2007-2011*



*Vittorio Corbo Lioi  
Presidente, 2003-2007*



*Manuel Marfán Lewis  
Consejero, 2003-2013  
Vicepresidente, 2010-2013*



*Enrique Marshall Rivera  
Consejero, desde 2005.  
Vicepresidente, desde 2014.*



*Sebastián Claro Edwards  
Consejero, desde 2007.*



*Rodrigo Vergara Montes  
Consejero, desde 2009.  
Presidente, desde 2011.*



*Joaquín Vial Ruiz-Tagle  
Consejero, desde 2012.*



*Pablo García Silva  
Consejero, desde 2014.*

## 2. Consejos de los 25 años de autonomía

---



**Primer Consejo de la autonomía, 1989.**

*De izquierda a derecha, el Consejero, Roberto Zahler; el Vicepresidente, Alfonso Serrano; el Presidente, Andrés Bianchi y los Consejeros, Juan Eduardo Herrera y Enrique Seguel.*



**Consejo, 1993.**

*De izquierda a derecha, el Consejero, Enrique Seguel; el Vicepresidente, Jorge Marshall; el Presidente, Roberto Zahler y los Consejeros, Alfonso Serrano y Pablo Piñera.*



**Consejo 1996.**

*De izquierda a derecha, el Consejero, Alfonso Serrano; el Vicepresidente, Jorge Marshall; el Presidente, Carlos Massad y los Consejeros, María Elena Ovalle y Pablo Piñera.*



**Consejo 1999.**

*De izquierda a derecha, la Consejera María Elena Ovalle; el Vicepresidente, Jorge Marshall; el Presidente, Carlos Massad y los Consejeros, Pablo Piñera y Jorge Desormeaux.*





**Consejo 2001.**

*De izquierda a derecha, los Consejeros, Jorge Desormeaux y María Elena Ovalle; el Presidente, Carlos Massad; el Vicepresidente, Jorge Marshall y el Consejero, José De Gregorio.*



**Consejo mayo a diciembre 2003.**

*De izquierda a derecha, los Consejeros, José De Gregorio y María Elena Ovalle; el Presidente, Vittorio Corbo; el Vicepresidente, Jorge Marshall y el Consejero, Jorge Desormeaux.*





**Consejo 2003.**

*De izquierda a derecha, el Consejero, Jorge Desormeaux; el Vicepresidente, José De Gregorio; el Presidente, Vittorio Corbo y los Consejeros, María Elena Ovalle y Manuel Marfán.*



**Consejo 2005.**

*De izquierda a derecha, el Consejero, Manuel Marfán; el Vicepresidente, José De Gregorio; el Presidente, Vittorio Corbo y los Consejeros, Jorge Desormeaux y Enrique Marshall.*



**Consejo 2007.**

*De izquierda a derecha, el Consejero, Enrique Marshall; el Vicepresidente, Jorge Desormeaux; el Presidente, José De Gregorio y los Consejeros, Manuel Marfán y Sebastián Claro.*



**Consejo 2009.**

*De izquierda a derecha, el Consejero, Sebastián Claro; el Vicepresidente, Manuel Marfán; el Presidente, José De Gregorio y los Consejeros, Enrique Marshall y Rodrigo Vergara.*

**Consejo 2012.**

*De izquierda a derecha, el Consejero, Sebastián Claro; el Vicepresidente, Manuel Marfán; el Presidente, Rodrigo Vergara y los Consejeros, Enrique Marshall y Joaquín Vial.*

**Consejo 2014.**

*De izquierda a derecha, el Consejero, Joaquín Vial; el Vicepresidente, Enrique Marshall; el Presidente, Rodrigo Vergara y los Consejeros, Sebastián Claro y Pablo García.*

### 3. Presidentes de la República en el Banco Central de Chile durante los 25 años de autonomía



*1991. Presidente del Banco Central de Chile, Andrés Bianchi, con el Presidente de la República, Patricio Aylwin Azócar. Gentileza Andrés Bianchi.*



*1992, agosto. Visita del Presidente de la República Patricio Aylwin al BCCh. De izquierda a derecha, los Consejeros, Alfonso Serrano y Pablo Piñera; el Presidente del BCCh, Roberto Zahler; el Presidente de la República y el Vicepresidente, Juan Eduardo Herrera. Gentileza El Mercurio*



*1994. Visita del Presidente de la República Eduardo Frei Ruiz-Tagle al Banco Central de Chile. De izquierda a derecha, el Subsecretario de Economía, Carlos Mladinic; el Ministro Secretario General de la Presidencia, Genaro Arriagada; el Presidente del BCCh, Roberto Zahler; el Presidente de la República; el Ministro de Hacienda, Eduardo Aninat y el Subsecretario de Hacienda, Manuel Marfán.*



*1999. Visita del Presidente de la República Eduardo Frei Ruiz-Tagle al Banco Central de Chile. De izquierda a derecha, el Consejero, Alfonso Serrano; el Presidente del BCCh, Carlos Massad; el Presidente de la República; los Consejeros, María Elena Ovalle y Pablo Piñera y el Vicepresidente, Jorge Marshall.*





2000, septiembre 14.  
Visita del Presidente de la República Ricardo Lagos Escobar al Banco Central de Chile. De izquierda a derecha, los Consejeros, Jorge Desormeaux y María Elena Ovalle; el Presidente de la República; el Presidente del BCCh, Carlos Massad; el Consejero, Pablo Piñera y el Vicepresidente, Jorge Marshall.



2003, mayo 26.  
Visita del Presidente de la República Ricardo Lagos Escobar al Banco Central de Chile. De izquierda a derecha, el Consejero, José De Gregorio; el Presidente del BCCh, Vittorio Corbo; el Presidente de la República; los Consejeros, María Elena Ovalle y Jorge Desormeaux, y el Vicepresidente, Jorge Marshall.



2005, agosto 18.  
Visita del Presidente de la República Ricardo Lagos Escobar al Banco Central de Chile. De izquierda a derecha, los Consejeros, Jorge Desormeaux y María Elena Ovalle; el Presidente de la República; el Presidente del BCCh, Vittorio Corbo; el Vicepresidente, José De Gregorio y el Consejero, Manuel Marfán.



2009, agosto 18. Visita de la Presidenta de la República Michelle Bachelet al Banco Central de Chile, con motivo del Lanzamiento de la Nueva Familia de Billetes para Chile. De izquierda a derecha, el Consejero, Jorge Desormeaux; el Presidente del BCCh, José De Gregorio; la Presidenta de la República, Michelle Bachelet; el ex Presidente de la República, Patricio Aylwin, y el Consejero, Enrique Marshall.



*2012, julio 3. Visita del Presidente de la República, Sebastián Piñera Echenique, al Banco Central de Chile. De izquierda a derecha, los Consejeros, Joaquín Vial y Enrique Marshall; el Presidente del BCCh, Rodrigo Vergara; el Presidente de la República; el Vicepresidente, Manuel Marfán y el Consejero, Sebastián Claro.*





## ANEXO 5

NOTICIAS EN MEDIOS  
DE COMUNICACIÓN  
SOBRE EL PRIMER *INFORME*  
*DE POLÍTICA MONETARIA*  
DE MAYO 2000 Y DEL PRIMER  
*INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA*  
DE AGOSTO 2004

■ Consejo presenta el martes nuevo documento a senadores

## Central avanza en transparencia al publicar informe monetario

### Busca credibilidad creciente para su política

Usos agitados ellos esperan esta semana al Banco Central. A las medidas anunciadas el jueves pasado para liberalizar el mercado de capitales, se sumará este martes la presentación del primer Informe de Política Monetaria en la comisión de Hacienda del Senado.

Con la publicación, que se une a otras iniciativas como el nuevo Reglamento para el Funcionamiento del Consejo que contempla el anuncio de las reuniones monetarias con seis meses de anticipación y la minuta de dichos encuentros con un desfase de tres meses, se concluye en gran medida el proceso de mayor transparencia impulsado por las máximas autoridades del organismo. El objetivo de la entidad, en un escenario de coordinación con el equipo económico de Gobierno, es darle una credibilidad creciente en el tiempo a sus procedimientos.



*Consejo del Banco Central.*

Consejo del instituto emisor con un marco de análisis de mediano plazo; informar al público la visión del Consejo sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus consecuencias, y orientar las expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y del Producto. Y, en esta última medida, qué curso tomará la tasa de interés de referencia o instancia monetaria.

Por lo mismo, cada cuatro meses a través de este documento se difundirá la visión de la autoridad sobre el acontecer de la economía nacional en un horizonte de mediano plazo, es decir entre 12 y 24 meses.

Según lo anticipado por las autoridades del banco, precisamente los principales objetivos apuntan a: apoyar el proceso de formulación de política del

2000, 3 mayo. Primer Informe de Política Monetaria (IPoM) en el Diario Financiero

Entregó informes periódicos y detallados sobre su forma de actuar

## Banco Central apuesta a una mayor transparencia

El objetivo es reducir la incertidumbre entre los agentes económicos, lo que en el largo plazo permitirá bajar los tasas de interés.



El Banco Central entregó el primer Informe de Política Monetaria (IPoM) el 3 de mayo de 2000. El informe detalló la evolución de la economía chilena y las perspectivas futuras. El objetivo principal es reducir la incertidumbre de los agentes económicos, lo que a largo plazo permitirá bajar las tasas de interés.

2000, 6 mayo. Primer Informe de Política Monetaria (IPoM) en La Segunda

HOY

## Banco Central Presenta Primer Informe de Política Monetaria

El presidente del Banco Central, Carlos Massad, dará a conocer hoy el Informe de Política Monetaria al Senado, a las 12:00 horas, publicación que aparecerá cada cuatro meses (en enero, mayo y septiembre) en el marco de una nueva política tendiente a incrementar la transparencia y la credibilidad del instituto emisor.

Los objetivos de este documento son apoyar el proceso de formulación de la política monetaria del Consejo del Banco Central con un marco de análisis de mediano plazo, informar al público en general sobre la evolución de la inflación y orientar la expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria esperada de esta variable del producto.



A grandes rasgos, este informe se dará a conocer la visión del Consejo sobre el movimiento que mostrará la curva de la inflación en un horizonte de 24 meses, en esta ocasión entre el 1 de mayo y el 30 de abril del 2002.

Todo ello, en un escenario probable tanto en el ámbito nacional como internacional, que incluye supuestos sobre la tasa de crecimiento, la evolución del tipo de cambio y de los términos de intercambio, entre otros elementos de interés para el accionar de la entidad.

Conjuntamente, se presentará un escenario de riesgo, que incluye las variables que podrían generar desviaciones futuras de la inflación de tendencia.

De esta manera, se pretende lograr de mejor manera el propósito de velar por la estabilidad de los precios, que se expresa en una inflación baja y estable.

De acuerdo con el instituto emisor, la meta anual fue fijada en un rango de entre 2% y 4%, centrada en un 3%, que se aspira mantener en el tiempo en una perspectiva de mediano plazo.

Por la tarde, en tanto, Carlos Massad se reunirá con los empresarios en un foro organizado por Icare, donde analizará este informe y responderá preguntas de los asistentes, que también contará con la participación del profesor del Instituto de Economía de la Universidad Católica de Chile Vitto-rio Corbo.

2000, 16 mayo. Primer Informe de Política Monetaria (IPoM) en Estrategia

## Transparencia: Nueva apuesta del Banco Central para hacer política monetaria

El Banco Central entregó el primer Informe de Política Monetaria (IPoM) el 3 de mayo de 2000. El informe detalló la evolución de la economía chilena y las perspectivas futuras. El objetivo principal es reducir la incertidumbre de los agentes económicos, lo que a largo plazo permitirá bajar las tasas de interés.



El Banco Central entregó el primer Informe de Política Monetaria (IPoM) el 3 de mayo de 2000. El informe detalló la evolución de la economía chilena y las perspectivas futuras. El objetivo principal es reducir la incertidumbre de los agentes económicos, lo que a largo plazo permitirá bajar las tasas de interés.

2000, 16 mayo. Primer Informe de Política Monetaria (IPoM) en La Segunda

**Primer informe de política monetaria del Banco Central:**

## Crecimiento de 5,9% este año y de 6,2% para el próximo... inflación en torno al 3% anual

El crecimiento del PIB de 1,9% para este año y de 5,9% para 2001, en el informe de política monetaria del Banco Central, se proyecta en un entorno de inflación en torno al 3% anual. El informe de política monetaria del Banco Central, presentado por el gobernador Víctor Corbo, prevé un crecimiento del PIB de 1,9% para este año y de 5,9% para 2001, en un entorno de inflación en torno al 3% anual.

**El crecimiento de la actividad se fundamenta por mejores perspectivas de la economía internacional, términos de intercambio y consumo privado. Las perspectivas de consumo de la inversión "son más débiles, al menos en lo que resta de este año".** "El 7% de carga tributaria se mantendrá inalterable, será necesario que el gasto público crezca por debajo del PIB en las próximas semanas, entre otros."

El informe de política monetaria del Banco Central, presentado por el gobernador Víctor Corbo, prevé un crecimiento del PIB de 1,9% para este año y de 5,9% para 2001, en un entorno de inflación en torno al 3% anual.

**Proyecciones y bases sólidas**

El informe de política monetaria del Banco Central, presentado por el gobernador Víctor Corbo, prevé un crecimiento del PIB de 1,9% para este año y de 5,9% para 2001, en un entorno de inflación en torno al 3% anual.

**VITTORIO CORBO E INFORME DE POLÍTICA MONETARIA:**

## Transparencia Es Coherente con Esquema de Metas de Inflación

Documento deja al Banco Central entre las principales instituciones del mundo, dijo el economista.

El Banco Central de Chile, al presentar su informe de política monetaria, se ha convertido en una institución transparente y coherente con su esquema de metas de inflación. El informe de política monetaria del Banco Central, presentado por el gobernador Víctor Corbo, prevé un crecimiento del PIB de 1,9% para este año y de 5,9% para 2001, en un entorno de inflación en torno al 3% anual.

El informe de política monetaria del Banco Central, presentado por el gobernador Víctor Corbo, prevé un crecimiento del PIB de 1,9% para este año y de 5,9% para 2001, en un entorno de inflación en torno al 3% anual.

El informe de política monetaria del Banco Central, presentado por el gobernador Víctor Corbo, prevé un crecimiento del PIB de 1,9% para este año y de 5,9% para 2001, en un entorno de inflación en torno al 3% anual.

2000, 16 mayo. Primer Informe de Política Monetaria (IPoM) en La Segunda

2000, 17 mayo. Primer Informe de Política Monetaria (IPoM) en El Mercurio

**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA:**

## B. Central Prevé Crecimiento de 5,9% Este Año y 6,2% el 2001

● Aunque proyecta una inflación anualizada en torno al 3% en 24 meses, advierte que hay factores de riesgo que podrían cambiar la trayectoria. (Más información en B.2)

El Banco Central prevé que la inflación mostrará una trayectoria ascendente del 2% a un año y que a los 24 meses se proyecta una inflación anualizada en torno al 3% en 24 meses, advierte que hay factores de riesgo que podrían cambiar la trayectoria. (Más información en B.2)

**Proyecciones 2000 - 2001**

Proyección de crecimiento del PIB (Porcentaje de crecimiento anual) vs. Proyección de inflación (Porcentaje de inflación anualizada)

El Banco Central prevé que la inflación mostrará una trayectoria ascendente del 2% a un año y que a los 24 meses se proyecta una inflación anualizada en torno al 3% en 24 meses, advierte que hay factores de riesgo que podrían cambiar la trayectoria. (Más información en B.2)

**Favorable Reacción a Entrega de Informe de Política Monetaria**

Bitar Preve Pronta Eliminación a Impuesto a Ganancia de Capital

PARA EXTRANJEROS

El Banco Central de Chile, al presentar su informe de política monetaria, se ha convertido en una institución transparente y coherente con su esquema de metas de inflación. El informe de política monetaria del Banco Central, presentado por el gobernador Víctor Corbo, prevé un crecimiento del PIB de 1,9% para este año y de 5,9% para 2001, en un entorno de inflación en torno al 3% anual.

El informe de política monetaria del Banco Central, presentado por el gobernador Víctor Corbo, prevé un crecimiento del PIB de 1,9% para este año y de 5,9% para 2001, en un entorno de inflación en torno al 3% anual.

El informe de política monetaria del Banco Central, presentado por el gobernador Víctor Corbo, prevé un crecimiento del PIB de 1,9% para este año y de 5,9% para 2001, en un entorno de inflación en torno al 3% anual.

2000, 17 mayo. Primer Informe de Política Monetaria (IPoM) en El Mercurio

2000, 17 mayo. Primer Informe de Política Monetaria (IPoM) en Estrategia

# El próximo 20 de agosto: Central lanza nuevo informe sobre estabilidad financiera

El presidente del instituto emisor, Vittorio Corbo, hizo el anuncio al inaugurar la conferencia anual de la entidad, enfocada en prevenir los efectos de los shocks externos.

FOTO: PANGA

Toda esta lista para el próximo en sociedad del nuevo Informe de Estabilidad Financiera del Banco Central, cuyo lanzamiento se realizará el 20 de agosto en la Sociedad de Fomento Financiero, que permitirá seguir la evolución del sistema financiero chileno y sus perspectivas.

Esto ha significado un cambio de las prioridades del instrumento que data, a la época en que lideró el primer Informe de Política Monetaria (IPM), en mayo de 2000. La idea es dar continuidad a las políticas de transición que la entidad momentánea adoptó en ese entonces.

El presidente del Banco Central, Vittorio Corbo, señaló que en lo que se refiere a la estabilidad del sistema financiero, el informe —uno de los mandatos de la institución— se seguirá una segunda publicación a menor de cinco meses, el Informe de Estabilidad Financiera, que tiene por objetivo central desarrollar los temas más relevantes para Chile que inciden en su estabilidad financiera y sus perspectivas.

El nuevo informe tendrá una frecuencia bianual, anunció Vittorio Corbo al inaugurar la VIII Conferencia Anual del Banco Central, denominada "Visión de Futuro: Retos y Políticas de Prevención".

### Absorción de shocks

La conferencia del Instituto Emisor que se inicia desde 1997 busca mejorar las políticas del Banco Central y contribuir al desarrollo del debate de ideas que permitan alcanzar un mayor nivel de bienestar para la sociedad. Para ello, se inició un importante



PREVENCIÓN.— Vittorio Corbo da la bienvenida a los asistentes y les invita a discutir sobre la vulnerabilidad externa y las políticas para prevenirla.

debate económico, social y político, cuando se trata de los efectos del debate. Esta vez la discusión se centró en la absorción y mitigación de shocks externos. Factores en economías abiertas y pasivas o en las épocas de que dispone la entidad económica para enfrentar la mayor vulnerabilidad.

En ese contexto, resulta primordial avanzar en el perfeccionamiento de los mercados financieros, en el diseño de un conjunto de políticas que permitan reducir la vulnerabilidad en esos shocks", declaró Corbo.

No obstante, a su juicio, en Chile no se logran combinar estas "relativamente asustadas".

Manuel Pellegrini, director de

políticas financieras del Fondo Monetario Internacional (FMI), señaló que Chile debe estar preparado para enfrentar los efectos de los shocks externos.

En la obra que empujaron, se analizaron estrategias de portafolios optimas en un ambiente con parados financieros de ingresos de capitales (fixed stop). Se efectuó un benchmarking para el manejo de reservas e inversiones en economías emergentes.

El economista jefe del Fondo Monetario Internacional, Rodrigo Rato, dijo que Chile debe estar preparado para enfrentar los efectos de los shocks externos, en la absorción de impactos externos.

En ese contexto, resulta primordial avanzar en el perfeccionamiento de los mercados financieros, en el diseño de un conjunto de políticas que permitan reducir la vulnerabilidad en esos shocks", declaró Corbo.

► DOS VECES AL AÑO Banco Central publicará informe de estabilidad financiera



Un completo documento de análisis y seguimiento en materia de los pagos externos y externos públicos al Banco Central.

Se trata del nuevo Informe de Estabilidad Financiera que el instituto emisor dará a conocer el viernes 20 de este mes, durante su lanzamiento en el auditorio de la Sefala. Se editará dos veces al año y constituye un documento similar al Informe de Política Monetaria (IPM), que se publica tres veces al año.

Mientras el nuevo informe se enfocará exclusivamente en el comportamiento del sistema financiero, el otro abordará temas vinculados que tienen directa relación con la política monetaria: la inflación, la actividad y el escenario externo, la demanda e inversión, entre otros.

El presidente del Banco Central, Vittorio Corbo (en la foto), anunció ayer la publicación del libro durante la inauguración de la VIII Conferencia Anual del organismo emisor, denominada este año Vulnerabilidad Externa y Políticas de Prevención, que finaliza hoy. El Informe de Estabilidad Financiera persigue dar cuenta de los impactos más relevantes para Chile que inciden en su estabilidad financiera y en sus perspectivas.

Por ello, agregó, es de interés institucional obtener lecturas sobre posibles políticas que permitan a nuestra economía enfrentar de mejor manera shocks externos y desarrollar mecanismos que la hagan menos vulnerable.

2004, 11 de agosto. Primer Informe de Estabilidad Financiera (IEF) en El Mercurio

2004, 11 de agosto. Primer Informe de Estabilidad Financiera (IEF) en El Mercurio

## **ANEXO 6**

# **PRINCIPALES HITOS Y MODIFICACIONES DE LA ESTRUCTURA INTERNA DEL BCCH 1989-2014**

**1989: 32 autoridades**

(sin incluir los agentes de las oficinas regionales)

A fines de 1989, la alta dirección del Banco Central de Chile estaba compuesta de 32 autoridades: un Consejo de cinco miembros, un Gerente General, un Fiscal, siete gerentes directores y 18 gerentes de área. De ellos, uno era el encargado de la Oficina de Valparaíso, que tenía rango de gerencia, a diferencia del resto de oficinas que el Banco tenía en regiones y que solo eran consideradas Agencias. Este era el caso de Arica, Iquique, Antofagasta, Concepción, Puerto Montt y Punta Arenas.

Las siete direcciones eran Política Financiera, Administrativa, Comercio Exterior y Cambios Internacionales, Operaciones, Estudios, Internacional y de Programas de Financiamiento. La Fiscalía estaba al nivel de las direcciones, aunque dependía directamente del Consejo, al igual que los Directores de Estudios y de Programas de Financiamiento.

Había 18 gerencias de área: Abogado Jefe (que también era Secretario General), Revisoría General, Programas de Financiamiento, Estudios, Administrativa, Contabilidad y Finanzas, Tesorería General, Sistemas, Personal, Financiamiento Interno, Financiamiento Externo, Comercio Exterior, Cambios Internacionales, Internacional, Coordinación Deuda Externa, Instituciones Financieras, Operaciones Monetarias y la Oficina de Valparaíso.

**1990: 32 autoridades**

(sin incluir los agentes de las oficinas regionales)

En 1990 no hubo cambios importantes en la estructura del Banco. La única modificación fue que la Gerencia de Personal pasó a llamarse de Recursos Humanos y a depender directamente del Gerente General.

**1991: 31 autoridades**

(sin incluir los agentes de las oficinas regionales)

En 1991 se produjeron algunas modificaciones en la estructura del Banco. En primer lugar, las Direcciones pasaron a denominarse Gerencias de División, como se siguen llamando en la actualidad. Se creó el cargo de Subgerente General, dependiente del Gerente General y se eliminaron la Dirección de Programas de Financiamiento y la

Gerencia del mismo nombre. La Gerencia de Sistemas pasó a depender directamente del Gerente General.

A diferencia del organigrama de la Memoria Anual donde aparecen 31 autoridades, en el listado de autoridades aparecen 33, ya que se incluye, con rango de Gerente, un Asesor de la Gerencia de División Operaciones y un Abogado Subjefe, cargos que no aparecen en el organigrama del año siguiente.

### **1992: 27 autoridades**

En 1992 hubo una gran modificación a la estructura del Banco, quedando la alta dirección compuesta por 27 autoridades: los cinco miembros del Consejo, el Gerente y Subgerente General, cinco Gerencias de División (Fiscalía, Estudios, Comercio Exterior y Cambios Internacionales, Internacional y Política Financiera) y 15 gerencias de área: Asesoría Política Económica, Estudios, Abogado Jefe, Revisoría, Administración y Contabilidad, Tesorería General, Recursos Humanos, Informática, Proyectos Especiales, Comercio Exterior y Cambios Internacionales, Política Comercial, Internacional, Financiamiento Externo, Instituciones Financieras y Operaciones Monetarias.

Ese año se eliminaron dos gerencias de División: Administrativa y Operaciones y dos gerencias de área: Financiamiento Interno y Coordinación de Deuda Externa.

En ese mismo año se cerraron las oficinas regionales.

La Gerencia Coordinación de Deuda Externa de la División Internacional fue reemplazada por la Gerencia de Financiamiento Externo, que hasta ese entonces dependía de la División Operaciones. Esta última fue eliminada.

Se crearon dos gerencias, la de Proyectos Especiales, dependiente de la Subgerencia General y la de Asesoría Política Económica, cuyo gerente era denominado como Economista Jefe, que en el organigrama quedó dependiendo de la Gerencia de Estudios y de la División del mismo nombre.

En tanto, las gerencias Administrativa y Contabilidad y Finanzas se fusionaron creando la Gerencia Administración y Contabilidad, y la Gerencia de Sistemas cambió de nombre pasando a ser Informática.



Al eliminarse la División Administrativa, Administración y Contabilidad, y Tesorería General pasaron a depender directamente del Gerente General, al igual que Recursos Humanos e Informática.

Las gerencias Comercio Exterior y Cambios internacionales se fusionaron en una, bajo el nombre de Gerencia de Política Comercial, dependiente de la División Comercio Exterior y Cambios Internacionales.

En el caso de las Divisiones Comercio Exterior y Cambios Internacionales, Internacional y Política Financiera continuaron dependiendo del Gerente General, mientras que la División Estudios, la Fiscalía y la Gerencia de Revisoría General, del Consejo.

### **1993: 27 autoridades**

La única modificación realizada a la estructura interna en 1993 fue que la Gerencia Internacional, dependiente de la División Internacional, pasó a llamarse Inversiones Internacionales.

### **1994: 27 autoridades**

En 1994 hubo diversas modificaciones en el Banco. Se creó la División Gestión y Desarrollo, de la cual pasaron a depender Administración y Contabilidad, Recursos Humanos e Informática, que estaban dependiendo del Gerente General, y la Gerencia Proyectos Especiales, que dependía del Subgerente General.

Además, se eliminó la División Política Financiera, por lo que las gerencias Instituciones Financieras y Operaciones Monetarias quedaron dependiendo directamente del Gerente General.

### **1995: 25 autoridades**

En el año 1995, hubo dos modificaciones en la estructura interna. Se eliminaron la Subgerencia General y la Gerencia Asesoría Política Económica. Esta última pasó a ser una unidad de la Gerencia de Estudios.

A diferencia del organigrama de la Memoria Anual donde aparecen 25 autoridades, en el listado de autoridades aparecen 26, ya que se incluye un Asesor Internacional como Gerente de División, que no

aparece en el organigrama, ni está dentro de las autoridades del año siguiente.

### **1996: 26 autoridades**

Durante 1996 hubo diversos cambios en la estructura de la organización: se eliminaron tres gerencias de área (Estudios, Proyectos Especiales e Instituciones Financieras) y se crearon cuatro: Programación Macroeconómica, Investigación Económica y Análisis Financiero, que quedaron dependiendo de la División Estudios, y Análisis Internacional que quedó a cargo de la División Internacional. Además, la Gerencia Financiamiento Externo fue reemplazada por Operaciones Financieras Internacionales.

### **1997: 26 autoridades**

En el año 1997 no hubo modificaciones en la estructura interna del Banco.

### **1998: 25 autoridades**

En el año 1998, las gerencias de Comercio Exterior y Cambios Internacionales y de Política Comercial se fusionaron en una: la Gerencia de Comercio Exterior y Política Comercial. Además, se produjo un cambio de dependencias, mientras Tesorería pasó a depender de la División Gestión y Desarrollo, Recursos Humanos quedó dependiendo directamente del Gerente General.

### **1999: 25 autoridades**

En el año 1999 no hubo modificaciones en la estructura interna del Banco.

### **2000: 25 autoridades**

El año 2000 hubo nuevos cambios en las gerencias del Banco, aunque el número de autoridades se mantuvo en 25. Por una parte, se eliminó la División Comercio Exterior y Cambios Internacionales, por lo que la gerencia Comercio Exterior y Política Comercial que dependía de esta unidad, pasó a depender de la División Internacional.

En la División Internacional, en tanto, se suprimió las gerencias Operaciones Financieras Internacionales y Análisis internacional y se creó Análisis y Operaciones Internacionales. Así, esta División quedó compuesta de igual manera por tres gerencias: Comercio Exterior y Política Comercial, Inversiones Internacionales, y Análisis y Operaciones Internacionales.

Se creó la División Política Financiera, de la cual quedaron dependiendo dos gerencias: Análisis Financiero (que hasta entonces dependía de la División de Estudios) y Operaciones Monetarias (que dependía del Gerente General).

En la División Estudios, la Gerencia de Programación Macroeconómica pasó a denominarse Análisis Macroeconómico y se creó la Gerencia de Información e Investigación Estadística.

### **2001: 25 autoridades**

Durante el 2001 no hubo modificaciones en la estructura interna del Banco.

### **2002: 25 autoridades**

En el 2002 hubo solo dos modificaciones: la Gerencia Revisoría General pasó a llamarse Contraloría (de todos modos, el gerente a cargo siguió siendo Revisor General) y la División Estudios pasó, de depender directamente del Consejo, a depender del Gerente General, al igual que el resto de las divisiones.

### **2003: 26 autoridades**

En el año 2003 hubo algunos cambios en la estructura del Banco. Se creó la Gerencia Comunicaciones Institucionales dependiente del Gerente General, con lo cual la alta dirección del Banco quedó compuesta por 26 autoridades.

Además, tres gerencias cambiaron de nombre: Análisis y Operaciones Internacionales pasó a ser Análisis Internacional, Tesorería General quedó solo como Tesorería y la Gerencia Comercio Exterior y Política Comercial pasó a ser Cambios Internacionales y Política Comercial.

### **2004: 27 autoridades**

En el 2004, se creó la Gerencia de Servicios Logísticos y Seguridad, que pasó a depender de la División Gestión y Desarrollo y la Gerencia de Comunicaciones Institucionales cambió de nombre quedando solo como Comunicaciones. Además, hubo dos cambios de dependencia, Recursos Humanos quedó a cargo de la División Gestión y Desarrollo y Tesorería, que dependía de esa unidad pasó a depender de la División Política Financiera.

### **2005: 30 autoridades**

En el 2005, hubo una importante modificación a la estructura interna del Banco que quedó compuesta por 30 autoridades: el Consejo, Fiscalía, Contraloría, la Gerencia y Subgerencia General, cuatro gerencias de División (Estudios, Operaciones Financieras, Política Financiera, y Gestión y Servicios Institucionales) y 17 gerencias de área: Abogado Jefe, Auditor Jefe, Análisis Macroeconómico, Investigación Económica, Análisis Internacional, Inversiones Internacionales, Mercados Financieros Nacionales, Infraestructura y Regulación Financiera, Estabilidad Financiera, Gestión Estratégica y Riesgos, Servicios Logísticos y Seguridad, Tesorería, Cambios Internacionales y Política Comercial, Información e Investigación Estadística, Informática, Recursos Humanos y Asuntos Institucionales.

Las modificaciones realizadas ese año fueron: se creó una Subgerencia General, que quedó bajo la Gerencia General en el organigrama y de la cual quedaron dependiendo todas las divisiones y gerencias.

Fiscalía, que hasta entonces era una gerencia de División de acuerdo al organigrama, y Contraloría, que era una Gerencia de Área, quedaron en el organigrama al mismo nivel de la Gerencia General y mantuvieron la dependencia directa del Consejo. Además se creó una nueva gerencia de área llamada Auditor Jefe, dependiente de la Contraloría.

La División Internacional se eliminó y se creó la División Operaciones Financieras. Las tres gerencias que estaban a su cargo cambiaron de dependencia: Análisis Internacional pasó a la División Estudios; Inversiones Internacionales pasó a la nueva División, y Cambios Internacionales y Política Comercial pasó a depender directamente del Subgerente General y el Gerente General.

La nueva División Operaciones Financieras quedó con dos gerencias a su cargo: Inversiones Internacionales y una nueva gerencia llamada Mercados Financieros Nacionales.

La División Estudios quedó compuesta por tres gerencias tal como estaba, aunque hay un enroque: se suma la Gerencia Análisis Internacional, que antes dependía de Internacional, y la Gerencia Información e Investigación Estadística (que dependía de esta División) pasó a depender directamente del Subgerente General y el Gerente General.

En la División Política Financiera, la Gerencia Análisis Financiero fue reemplazada por Infraestructura y Regulación Financiera. Además, se eliminó la Gerencia Operaciones Monetarias que fue sustituida por Estabilidad Financiera.

La División Gestión y Desarrollo cambió de nombre a Gestión y Servicios Institucionales y se creó la Gerencia Gestión Estratégica y Riesgos que quedó a cargo de esta unidad. Además, se eliminó Administración y Contabilidad que formaba parte de esta división.

La Gerencia de Comunicaciones también cambió de nombre a Asuntos Institucionales.

Las Gerencias de Tesorería, Cambios Internacionales y Política Comercial, Información e Investigación Estadística quedaron dependiendo de la Subgerencia General y el Gerente General al igual que Informática, Recursos Humanos y Asuntos Instituciones.

## **2006: 32 autoridades**

El año 2006 se crearon nuevas gerencias: la Gerencia Servicios Logísticos y Seguridad, dependiente de la División Gestión y Servicios Institucionales, se dividió en dos gerencias: la de Servicios Logísticos y la de Seguridad. Además, se creó la Gerencia Asesora de Comunicaciones.

La Gerencia Cambios Internacionales y Política Comercial, en tanto, fue reemplazada por la Gerencia Cambios Internacionales y Recopilación Estadísticas.

### **2007: 33 autoridades**

El 2007 hubo dos modificaciones en la estructura: la Gerencia Abogado Jefe se dividió en dos gerencias: Abogado Jefe Normativo y Abogado Jefe de Servicios Legales, y la Gerencia Asesora de Comunicaciones pasó a depender de la Subgerencia General y el Gerente General en el organigrama.

### **2008: 34 autoridades**

Durante el 2008, se creó la División Estadísticas, de la cual quedan dependiendo las gerencias de Estadísticas Macroeconómicas y la de Información Estadística. Estas dos nuevas gerencias reemplazaron a las de Cambios Internacionales y Recopilación Estadísticas, y a la de Información e Investigación Estadísticas que dependían directamente de la Subgerencia General y el Gerente General.

La Subgerencia General adquiere rango de Gerencia de División y de ella quedaron dependiendo las gerencias de Informática, Recursos Humanos, Asuntos Institucionales y Asesora de Comunicaciones.

### **2009: 33 autoridades**

En el año 2009, se eliminó la Gerencia Auditor Jefe y la Subgerencia General. Debido a esto último, las gerencias de Informática, Recursos Humanos, Asuntos Institucionales y Asesora de Comunicaciones quedaron dependiendo directamente del Gerente General. Además, se creó la Gerencia Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, dependiente de la División Estudios.

### **2010: 36 autoridades**

En el 2010 se reestructuró la División Operaciones Financieras, por lo que las dos gerencias que tenía, Inversiones Internacionales y Mercados Financieros Nacionales fueron convertidas en tres: Servicios Financieros, Mercados Internacionales y Mercados Nacionales.

Además se crearon dos gerencias: Investigación Financiera, dependiendo de la División Política Financiera y Relaciones Internacionales que quedó a cargo directamente del Consejo de acuerdo con el organigrama.

**2011: 37 autoridades**

En el 2011, se creó la Gerencia Gestión y Evaluación de Riesgo Financiero dependiente del Gerente General y la Gerencia Gestión Estratégica y Riesgos a cargo de la División Gestión y Servicios Institucionales. Esta última pasa a denominarse Gestión Estratégica y Riesgo Operacional.

**2012: 37 autoridades**

Durante el 2012 no hubo modificaciones en la estructura interna del Banco.

**2013: 37 autoridades**

En el 2013, la Gerencia Asesora de Comunicaciones cambió de nombre y quedó como Gerencia de Comunicaciones.

**2014: 36 autoridades**

Durante el 2014, se reestructuró la Gerencia de División Estudios. La Gerencia de Análisis Internacional que dependía de la División Estudios fue reemplazada por la Gerencia Modelación y Análisis Económico y se eliminó la Gerencia Relaciones Internacionales.

Así, a diciembre del 2014, la alta dirección del Banco Central de Chile estaba compuesta de 36 autoridades: el Consejo, la Gerencia General, Fiscalía y Contraloría, cinco divisiones (Estudios, Política Financiera, Operaciones Financieras, Estadísticas, y Gestión y Servicios Institucionales) y 23 gerentes de área: Abogado Jefe de Servicios Legales, Abogado Jefe Normativo, Análisis Macroeconómico, Asuntos Institucionales, Comunicaciones, Estabilidad Financiera, Estadísticas Macroeconómicas, Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, Gestión Estratégica y Riesgo Operacional, Gestión y Evaluación de Riesgo Financiero, Información Estadística, Informática, Infraestructura y Regulación Financiera, Investigación Económica, Investigación Financiera, Mercados Internacionales, Mercados Nacionales, Modelación y Análisis Económico, Recursos Humanos, Seguridad, Servicios Financieros, Servicios Logísticos y Tesorería.

**ANEXO 7**

**LISTADO AUTORIDADES  
DEL BANCO CENTRAL DE CHILE  
1989-2014**



## 1. Estructura del Consejo del Banco Central de Chile<sup>1</sup>

### *1989-1990*

Andrés Bianchi Larre	Presidente
Alfonso Serrano Spoerer	Vicepresidente
Enrique Seguel Morel	Consejero
Juan Eduardo Herrera Correa	Consejero
Roberto Zahler Mayanz	Consejero

### *1990-1991*

Andrés Bianchi Larre	Presidente
Roberto Zahler Mayanz	Vicepresidente
Alfonso Serrano Spoerer	Consejero
Enrique Seguel Morel	Consejero
Juan Eduardo Herrera Correa	Consejero

### *1991-1993*

Roberto Zahler Mayanz	Presidente
Juan Eduardo Herrera Correa	Vicepresidente
Alfonso Serrano Spoerer	Consejero
Enrique Seguel Morel	Consejero
Pablo Piñera Echenique	Consejero

### *1993-1995*

Roberto Zahler Mayanz	Presidente
Jorge Marshall Rivera	Vicepresidente
Alfonso Serrano Spoerer	Consejero
Enrique Seguel Morel	Consejero
Pablo Piñera Echenique	Consejero

### *1995-1996*

Roberto Zahler Mayanz	Presidente
Jorge Marshall Rivera	Vicepresidente
Alfonso Serrano Spoerer	Consejero
María Elena Ovalle Molina	Consejero
Pablo Piñera Echenique	Consejero

1. Fuente: Memoria Anual 1989-2014.

*1996-1999*

Carlos Massad Abud	Presidente
Jorge Marshall Rivera	Vicepresidente
Alfonso Serrano Spoerer	Consejero
María Elena Ovalle Molina	Consejero
Pablo Piñera Echenique	Consejero

*1999-2001*

Carlos Massad Abud	Presidente
Jorge Marshall Rivera	Vicepresidente
Jorge Desormeaux Jiménez	Consejero
María Elena Ovalle Molina	Consejero
Pablo Piñera Echenique	Consejero

*2001-2003*

Carlos Massad Abud	Presidente
Jorge Marshall Rivera	Vicepresidente
Jorge Desormeaux Jiménez	Consejero
José De Gregorio Rebeco	Consejero
María Elena Ovalle Molina	Consejero

*2003<sup>2</sup>*

Vittorio Corbo Lioi	Presidente
Jorge Marshall Rivera	Vicepresidente
Jorge Desormeaux Jiménez	Consejero
José De Gregorio Rebeco	Consejero
María Elena Ovalle Molina	Consejero

*2003-2005*

Vittorio Corbo Lioi	Presidente
José De Gregorio Rebeco	Vicepresidente
Jorge Desormeaux Jiménez	Consejero
Manuel Marfán Lewis	Consejero
María Elena Ovalle Molina	Consejero

2. Consejo desde mayo a diciembre del 2003. No mencionado en la Memoria Anual del 2003.

---

<i>2005-2007</i>	
Vittorio Corbo Lioi	Presidente
José De Gregorio Rebeco	Vicepresidente
Enrique Marshall Rivera	Consejero
Jorge Desormeaux Jiménez	Consejero
Manuel Marfán Lewis	Consejero

---

<i>2007-2009</i>	
José De Gregorio Rebeco	Presidente
Jorge Desormeaux Jiménez	Vicepresidente
Enrique Marshall Rivera	Consejero
Manuel Marfán Lewis	Consejero
Sebastián Claro Edwards	Consejero

---

<i>2009-2011</i>	
José De Gregorio Rebeco	Presidente
Manuel Marfán Lewis	Vicepresidente
Enrique Marshall Rivera	Consejero
Rodrigo Vergara Montes	Consejero
Sebastián Claro Edwards	Consejero

---

<i>2011-2013</i>	
Rodrigo Vergara Montes	Presidente
Manuel Marfán Lewis	Vicepresidente
Enrique Marshall Rivera	Consejero
Joaquín Vial Ruiz-Tagle	Consejero
Sebastián Claro Edwards	Consejero

---

<i>2013-2015</i>	
Rodrigo Vergara Montes	Presidente
Enrique Marshall Rivera	Vicepresidente
Joaquín Vial Ruiz-Tagle	Consejero
Pablo García Silva	Consejero
Sebastián Claro Edwards	Consejero

---

**2. Autoridades del Banco Central de Chile 1989-2014<sup>3</sup>**

<i>Presidentes 1989-2014</i>	<i>Años</i>
Andrés Bianchi Larre	1989-1991
Roberto Zahler Mayanz	1991-1996
Carlos Massad Abud	1996-2003
Vittorio Corbo Lioi	2003-2007
José De Gregorio Rebeco	2007-2011
Rodrigo Vergara Montes	Desde 2011.

<i>Vicepresidentes 1989-2014</i>	<i>Años</i>
Alfonso Serrano Spoerer	1989-1990
Roberto Zahler Mayanz	1990-1991
Juan Eduardo Herrera Correa	1991-1993
Jorge Marshall Rivera	1993-2003
José De Gregorio Rebeco	2003-2007
Jorge Desormeaux Jiménez	2007-2009
Manuel Marfán Lewis	2010-2013
Enrique Marshall Rivera <sup>4</sup>	Desde 2013.

<i>Consejeros 1989-2014</i>	<i>Años</i>
Andrés Bianchi Larre	1989-1991 (como Presidente)
Juan Eduardo Herrera Correa	1989-1993 (1991-1993 como Vicepresidente)
Enrique Seguel Morel	1989-1995
Roberto Zahler Mayanz	1989-1996 (1991 - 1996 como Presidente)
Alfonso Serrano Spoerer	1990-1999
Pablo Piñera Echenique	1991-2001
Jorge Marshall Rivera	1993-2003 (como Vicepresidente)

3. Incluye el listado de autoridades hasta el año 2014 cuando se cumplieron los 25 años de la autonomía, por lo cual no se incorporó a Mario Marcel Cullel como Consejero y a Sebastián Claro Edwards como Vicepresidente, ya que fueron nombrados durante el 2015.

4. Enrique Marshall Rivera renunció a su cargo como Consejero y Vicepresidente a partir del 30 de septiembre de 2015.

María Elena Ovalle Molina	1995-2005
Carlos Massad Abud	1996-2003 (como Presidente)
Jorge Desormeaux Jiménez	1999-2009 (2007-2009 como Vicepresidente)
José De Gregorio Rebeco	2001-2011 (2003-2007 como Vicepresidente y 2007-2011 como Presidente)
Vittorio Corbo Lioi	2003-2007 (como Presidente)
Manuel Marfán Lewis	2003-2013 (2010-2013 como Vicepresidente)
Enrique Marshall Rivera	Desde 2005 (desde 2014 como Vicepresidente)
Sebastián Claro Edwards	Desde 2007.
Rodrigo Vergara Montes	Desde 2009 (desde 2011 como Presidente)
Joaquín Vial Ruiz-Tagle	Desde 2012.
Pablo García Silva	Desde 2014.

#### *Gerentes Generales 1989-2014*

#### *Años*

José Antonio Rodríguez Velasco	1989-1990 (Interino)
Julio Acevedo Acuña <sup>5</sup>	1990-1990
Enrique Tassara Tassara	1990-1991 (Interino)
Enrique Marshall Rivera	1991-1994
Camilo Carrasco Alfonso	1994-2005
Enrique Marshall Rivera <sup>6</sup>	2005-2005
Leonardo Hernández Tagle	2005-2006 (Interino)
Alejandro Zurbuchen Silva	Desde 2006.

#### *Subgerentes Generales 1989-2014*

#### *Años*

Enrique Tassara Tassara	1991-1995
Leonardo Hernández Tagle	2005-2010

5. No mencionado en las autoridades de la Memoria Anual de 1990.

6. No mencionado en las autoridades de la Memoria Anual del 2005.

<i>Fiscalía 1989-2014</i>	<i>Años</i>
José Antonio Rodríguez Velasco	1989-1992
Víctor Vial Del Río	1992-1996
Jorge Carrasco Vásquez	1996-1997 (Interino)
Miguel Ángel Nacrur Gazali	1997-2014
Juan Pablo Araya Marco	Desde 2014.

<i>Revisor 1989-2014</i>	<i>Años</i>
Vicente Montan Ugarte	1989-1992
Susana León Millán	1992-1995
Mario Ulloa López	1995-2005
Alejandro Zurbuchen Silva	2005-2006
Mario Ulloa López	2006-2007 (Interino)
Silvia Quintard Flehan	Desde 2007.

<i>Directores (1989-1990)/ Gerentes de División (1990-2014)</i> <sup>7</sup>	<i>Cargos</i>	<i>Años</i>
José Luis Corvalán Bucher	Administrativo	1989-1992
Juan Foxley Rioseco	Asesor Internacional	1995-1996
Gustavo Díaz Vial	Comercio Exterior y Cambios Internacionales	1989-2000
Ricardo Vicuña Poblete	Estadísticas	2008-2015
Juan Andrés Fontaine Talavera	Estudios	1989-1990
Ricardo Ffrench-Davis Muñoz	Estudios	1990-1992
Nicolás Eyzaguirre Guzmán	Estudios	1992-1997
Felipe Morandé Lavín	Estudios	1997-2002
Rodrigo Valdés Pulido	Estudios	2002-2007
Pablo García Silva	Estudios	2007-2010
Luis Óscar Herrera Barriga	Estudios	2010-2014
Alberto Naudon Dell'Oro	Estudios	Desde 2014.
Verónica Montellano Cantuarias	Gestión y Desarrollo	1994-1995
Susana León Millán	Gestión y Desarrollo	1995-1998
Carlos Pereira Albornoz	Gestión y Desarrollo	1998-2005
Luis González Bannura	Gestión y Desarrollo	2005-2006

7. El listado incluye las autoridades designadas hasta el año 2014, por lo que no se incorporó a la Gerente de División Estadísticas, Gloria Peña Tapia, cuyo nombramiento fue realizado el 2015.

Luis González Bannura	Gestión y Servicios Institucionales	Desde 2006.
Francisco Garcés Garrido	Internacional	1989-1992
Juan Foxley Rioseco	Internacional	1992-1995
Guillermo Le Fort Varela	Internacional	1995-2000
Esteban Jadresic Marinovic	Internacional	2000-2006
Camilo Carrasco Alfonso	Operaciones	1990-1992
Miguel Fonseca Escobar	Operaciones (Interino)	1989-1990
Esteban Jadresic Marinovic	Operaciones Financieras	2006-2008
Beltrán De Ramón Acevedo	Operaciones Financieras	Desde 2008.
Mario Barbe Ilic	Política Financiera	1989-1991
Jorge Pérez Etchegaray	Política Financiera (Interino)	1991-1992
Camilo Carrasco Alfonso	Política Financiera	1992-1994
Luis Óscar Herrera Barriga	Política Financiera	2000-2006
Pablo García Silva	Política Financiera	2006-2007
Kevin Cowan Logan	Política Financiera	2007-2014
Claudio Raddatz Kiefer	Política Financiera	Desde 2014.
Enrique Tassara Tassara	Programas de Financiamiento	1989-1991
<i>Gerentes de Área 1989-2014<sup>8</sup></i>		
<i>Víctor Vial Del Río</i>	<i>Abogado Jefe</i>	<i>1989-1991</i>
<i>Víctor Vial Del Río</i>	<i>Abogado Jefe - Secretario General</i>	<i>1991-1992</i>
<i>Jorge Carrasco Vásquez</i>	<i>Abogado Jefe</i>	<i>1992-2003</i>
<i>Juan Esteban Laval Zaldívar</i>	<i>Abogado Jefe</i>	<i>2004-2007</i>
<i>Jorge Court Larenas</i>	<i>Abogado Jefe (Interino)</i>	<i>2003-2004</i>
<i>Juan Esteban Laval Zaldívar</i>	<i>Abogado Jefe de Servicios Legales</i>	<i>2007-2012</i>
<i>Javier Allard Soto</i>	<i>Abogado Jefe de Servicios Legales</i>	<i>2012-2014</i>
<i>Mauricio Álvarez Montti</i>	<i>Abogado Jefe de Servicios Legales</i>	<i>Desde 2014.</i>
<i>Pablo Mattar Oyarzún</i>	<i>Abogado Jefe Normativo</i>	<i>Desde 2007.</i>
<i>Jorge Carrasco Vásquez</i>	<i>Abogado SubJefe</i>	<i>1991-1992</i>

8. El listado incluye las autoridades designadas hasta el año 2014, por lo que no se incorporó a los Gerentes de Área designados el 2015: Carmen Gloria Escobar Jofré como Gerenta de Información Estadística y Carlos Escobar Alegría como Gerente del Proyecto Central de Efectivo.

Antonio Roco González	Administrativo	1990-1992
Francisco García Letelier	Administración y Contabilidad	1992-2004
Luis González Bannura	Administración y Contabilidad	2004-2005
Amador Garay Otaiza	Agencia de Antofagasta	1989-1992
Jorge Apablaza Apablaza	Agencia de Arica	1989-1990
Víctor Pérez Alvarado	Agencia de Arica	1990-1992
Nibaldo Schönffeldt De Celis	Agencia de Concepción	1989-1992
Manuel Torres Aguirre	Agencia de Iquique	1989-1992
Raúl Helmke Bornscheuer	Agencia de Puerto Montt	1989-1992
Eduardo Rozas Navarrete	Agencia de Punta Arenas	1989-1991
Fernando Cádiz Garrido	Agencia de Punta Arenas (Interino)	1991-1992
Carlos Budnevich Le Fort	Análisis Financiero	1996-2001
José Manuel Garrido Bouzo	Análisis Financiero	2001-2006
Andrés Reinstein Álvarez	Análisis Internacional	1996-2000
Sergio Lehmann Beresi	Análisis Internacional	2003-2014
Pablo García Silva	Análisis Macroeconómico	2000-2006
Ignacio Igal Magendzo Weinberger	Análisis Macroeconómico	2006-2008
Claudio Soto Gamboa	Análisis Macroeconómico	2008-2014
Miguel Fuentes Díaz	Análisis Macroeconómico	Desde 2014.
Gonzalo Sanhueza Dueñas	Análisis y Operaciones Internacionales	2000-2001
Sergio Lehmann Beresi	Análisis y Operaciones Internacionales	2001-2003
Pelayo Arrieta Laso	Asesor Gerencia de División Operaciones	1991-1992
Claudia Varela Lertora	Asuntos Institucionales	Desde 2006.
Mario Ulloa López	Auditor Jefe	2005-2009
Ambrosio Andonaegui Onfray	Cambios Internacionales	1989-1992
Gloria Peña Tapia	Cambios Internacionales y Política Comercial	2003-2006
Gloria Peña Tapia	Cambios Internacionales y Recopilación Estadística	2006-2008
Jorge Rosenthal Oyarzún	Comercio Exterior	1989-1992
Jorge Rosenthal Oyarzún	Comercio Exterior y Cambios Internacionales	1992-1998



Ricardo Vicuña Poblete	Comercio Exterior y Política Comercial	1998-2000
Gloria Peña Tapia	Comercio Exterior y Política Comercial	2000-2003
Eduardo Arriagada Cardini	Comunicaciones Institucionales	2003-2004
Eduardo Arriagada Cardini	Comunicaciones	2004-2006
Luis Alberto Álvarez Vallejos	Asesor de Comunicaciones	2007-2014
Luis Alberto Álvarez Vallejos	Comunicaciones	Desde 2014.
Francisco García Letelier	Contabilidad y Finanzas	1989-1992
Ítalo Traverso Natoli	Coordinación Deuda Externa	1989-1992
Rodrigo Vergara Montes	Economista Jefe	1992-1995
Patricio Rojas Ramos	Economista Jefe y Estudios (Interino)	1995-1996
Rodrigo Cifuentes Santander	Estabilidad Financiera	2006-2010
Luis Opazo Roco	Estabilidad Financiera	2010-2014
Rodrigo Alfaro Arancibia	Estabilidad Financiera	Desde 2014.
Francisco Ruiz Aburto	Estadísticas Macroeconómicas	Desde 2008.
Enrique Orellana Cifuentes	Estrategia y Comunicación de Política Monetaria	Desde 2009.
Francisco Rosende Ramírez	Estudios	1989-1990
Nicolás Eyzaguirre Guzmán	Estudios	1990-1992
Guillermo Le Fort Varela	Estudios	1992-1995
Miguel Fonseca Escobar	Financiamiento Externo	1989-1996
Francisca Infante Vargas	Financiamiento Interno	1989-1992
Osvaldo Garay Hidalgo	Gestión Estratégica y Riesgos	2005-2009
Mario Ulloa López	Gestión Estratégica y Riesgos	2009-2014
Mario Ulloa López	Gestión Estratégica y Riesgo Operacional	Desde 2014.
Milcíades Contreras Gosik	Gestión y Evaluación de Riesgo Financiero	Desde 2011.
Ricardo Vicuña Poblete	Información e Investigación Estadística	2000-2008
Gloria Peña Tapia	Información Estadística	2008-2015
Enrique Morales Núñez	Informática	1992-1994
Hernán Campos Bascur	Informática	1994-2004

Jerónimo García Cañete	Informática	2004-2008
Pablo Herrera Fones	Informática (Interino)	2008-2009
Leonardo Jadue Jadue	Informática	Desde 2009.
José Manuel Garrido Bouzo	Infraestructura y Regulación Financiera	2006-2010
Gabriel Aparici Cardozo	Infraestructura y Regulación Financiera	Desde 2010.
José Luis Arbildúa Aramburú	Instituciones Financieras	1989-1990
Uriel Pérez Cuevas	Instituciones Financieras (Interino)	1990-1991
Diego Montt Berguecio	Instituciones Financieras	1991-1992
María Victoria Castillo Leal-Plaza	Instituciones Financieras	1992-1996
Adolfo Goldenstein Klecky	Internacional	1989-1993
Cristián Salinas Cerda	Inversiones Internacionales	1993-2010
Klaus Schmidt-Hebbel Dunker	Investigación Económica	1996-2008
Jorge Selaive Carrasco	Investigación Económica (Interino)	2008-2009
Luis Felipe Céspedes Cifuentes	Investigación Económica	2009-2011
Claudio Raddatz Kiefer	Investigación Económica	2011-2014
Diego Saravia Tamayo	Investigación Económica	Desde 2014.
Rodrigo Cifuentes Santander	Investigación Financiera	Desde 2010.
Beltrán De Ramón Acevedo	Mercados Financieros	2005-2006
Beltrán De Ramón Acevedo	Mercados Financieros Nacionales	2006-2008
Matías Bernier Bórquez	Mercados Financieros Nacionales	2008-2010
Matías Bernier Bórquez	Mercados Nacionales	Desde 2010.
Cristián Salinas Cerda	Mercados Internacionales	2010-2013
Ricardo Consiglio Fonck	Mercados Internacionales	Desde 2013.
Elias Albagli Iruretagoyena	Modelación y Análisis Económico	Desde 2014.
Patricio Tortello Escribano	Oficina de Valparaíso	1989-1992
Miguel Fonseca Escobar	Operaciones Financieras Internacionales	1996-2000
Mario Charlin Dubournais	Operaciones Monetarias	1989-1990

Jorge Pérez Etchegaray	Operaciones Monetarias	1990-2005
Erick Heinsohn Del Campo	Personal (Interino)	1989-1990
Esteban Jadresic Marinovic	Política Comercial	1993-1995
Ricardo Vicuña Poblete	Política Comercial	1995-1998
Patricio Rojas Ramos	Programación Macroeconómica	1996-1997
Luis Óscar Herrera Barriga	Programación Macroeconómica	1997-2000
Pelayo Arrieta Laso	Programas de Financiamiento	1989-1991
Martín García Correa	Proyectos especiales	1992-1996
Antonio Barraza Mesquida	Recursos Humanos	1990-1994
Juanita Doren Nielsen	Recursos Humanos (Interino)	1994-1995
María Del Carmen Martínez Coloma	Recursos Humanos	1995-2004
Cecilia Feliú Carrizo	Recursos Humanos	2004-2012
Myriam Sancho González	Recursos Humanos (Interino)	2012-2013
Angélica Arteaga Arriagada	Recursos Humanos	Desde 2013.
Álvaro Rojas Olmedo	Relaciones Internacionales	2010-2014
Víctor Vial Del Río	Secretario General (Interino)	1989-1991
Jorge Zúñiga Mayorga	Seguridad	2006-2012
José Luis Pérez Alegría	Seguridad	Desde 2012.
Mariela Iturriaga Valenzuela	Servicios Financieros	Desde 2010.
Mabel Cabezas Bullemore	Servicios Logísticos y Seguridad	2004-2006
Mabel Cabezas Bullemore	Servicios Logísticos	2006-2009
María Inés Urbina De Luiggi	Servicios Logísticos	Desde 2009.
Sergio Arancibia Parodi	Sistemas	1989-1992
Martín García Correa	Tesorero General	1989-1992
Carlos Pereira Albornoz	Tesorero General	1992-1998
Carlos Leiva Villagrán	Tesorero General	1998-2002
Carlos Leiva Villagrán	Gerente Tesorero	2002-2004
Iván Eduardo Montoya Lara	Gerente Tesorero	2004-2012
Cecilia Feliú Carrizo	Gerente Tesorero	Desde 2012.

# 25 Años de Autonomía del Banco Central de Chile

La autonomía del Banco Central es, sin duda, una de las piedras angulares del “milagro económico” chileno de los últimos 30 años. La ausencia de crisis y la inflación baja y estable han facilitado el proceso de inversión y contribuido al aumento de productividad. En este libro, los Presidentes de la institución discuten, cada uno desde su perspectiva personal y desde su propio momento histórico, los desafíos que esta autonomía significó. Este libro es lectura obligatoria para todo aquel interesado en política monetaria y estabilización. Las lecciones son útiles, el tono didáctico, y las implicancias iluminadoras.

*Sebastián Edwards*

*Profesor de la cátedra Henry Ford II de Economía Internacional en la Universidad de California, Los Ángeles, Estados Unidos (UCLA)*

En base al testimonio de quienes han tenido a su cargo su presidencia, y con amplia profusión de fotografías, este interesante libro proporciona un relato ágil y vivo de la gestión del Banco Central durante sus primeros 25 años de vida autónoma. Con justificado orgullo exhibe la derrota de la inflación –tras una guerra que, al decir de uno de sus protagonistas, duró un siglo–, la plena apertura al exterior de nuestro mercado de capitales, la liberación del mercado cambiario y la celosa vigilancia de la estabilidad y solvencia del sistema de pagos, en medio de la turbulencia financiera internacional. Se aprecia al hojear estas páginas que los mecanismos establecidos en la ley de 1989 para un desempeño autónomo y transparente de sus funciones, tan incomprendidos entonces, han operado satisfactoriamente para –como anticipamos en su momento– institucionalizar la preservación de los equilibrios macroeconómicos fundamentales. Así ha contribuido valiosamente la autonomía del Banco Central al desarrollo económico del país y al funcionamiento de su democracia, como coinciden en hacer ver las opiniones que recoge esta reveladora obra.

*Juan Andrés Fontaine*

*Ministro de Economía, Fomento y Turismo entre los años 2010 y 2011 y Director de Estudios del Banco Central de Chile entre 1984 y 1990.*

Como Ministro de Hacienda del primer gobierno desde el retorno a la democracia, participé en las primeras reuniones de coordinación con el Banco Central autónomo. Teníamos el enorme desafío de equilibrar las finanzas públicas e iniciar una batalla frontal contra la inflación. Al mismo tiempo, teníamos que avanzar en un crecimiento económico con equidad y reducción de la pobreza. Era especialmente importante combinar estas tareas con los esfuerzos propios de una transición extremadamente difícil, que requería un trabajo acucioso para mantener el logro de haber recuperado la democracia sin que hubiese una vuelta atrás. Hoy, el Banco Central es una institución claramente consolidada y eso es lo que permitió que en el año 2014, los cinco ex Presidentes del Banco, convocados por el Presidente en ejercicio, pudieran dar testimonio de lo realizado en sus respectivos mandatos, manteniendo cada uno continuidad respecto de su antecesor. Transformar esas intervenciones en un libro que, además recoge la evolución institucional en un cuarto de siglo, es una iniciativa que aplaudo y que deja registro histórico –desde la perspectiva de esta institución autónoma– del más prolongado ciclo de estabilidad económica en la historia de Chile.

*Alejandro Foxley*

*Ministro de Hacienda entre 1990 y 1994 y Ministro de Relaciones Exteriores entre el 2006 y el 2009.*



**BANCO CENTRAL DE CHILE**