

25 años de Independencia del Banco Central

Roberto Zahler*

24 de octubre de 2014

1. Condiciones Iniciales

En el plano político, el BCCh 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 ese momento 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 que se percibía como de gran envergadura, pues no solo se cambiaría de gobierno --a uno de diferente orientación política y social -- sino que se iniciaba una transición hacia un nuevo régimen político, 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 BC 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 BC, como 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 como el BC 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. En efecto, la inflación del 4T89 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 no eran nada de promisorias.

* 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.

Gráfico 1
Tasa de inflación en 12 meses (%)

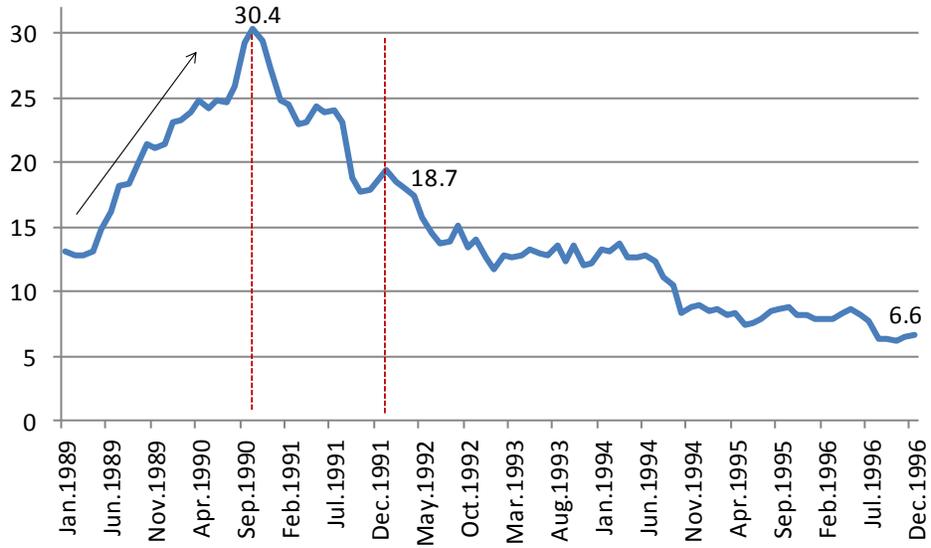


Gráfico 2
Tasa anual de crecimiento de las Importaciones (%)

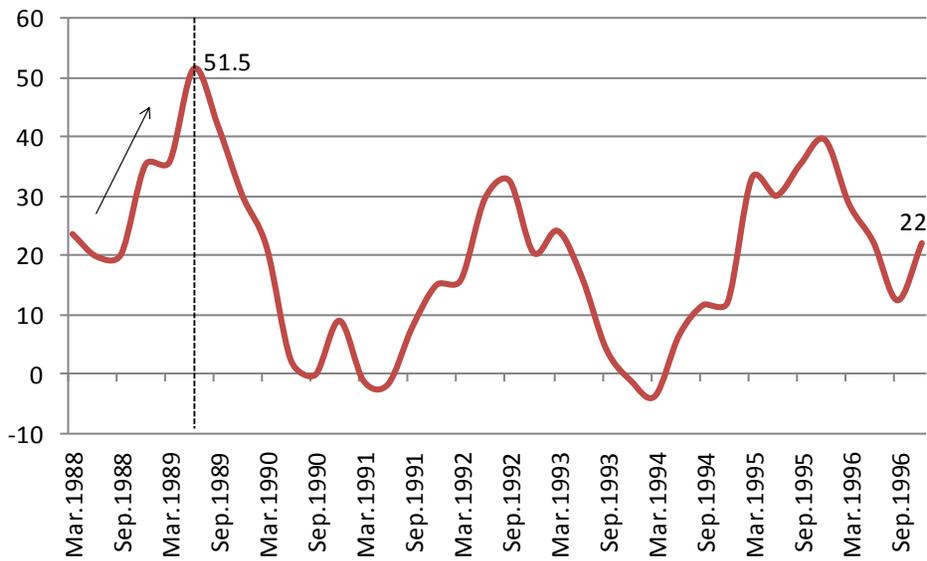
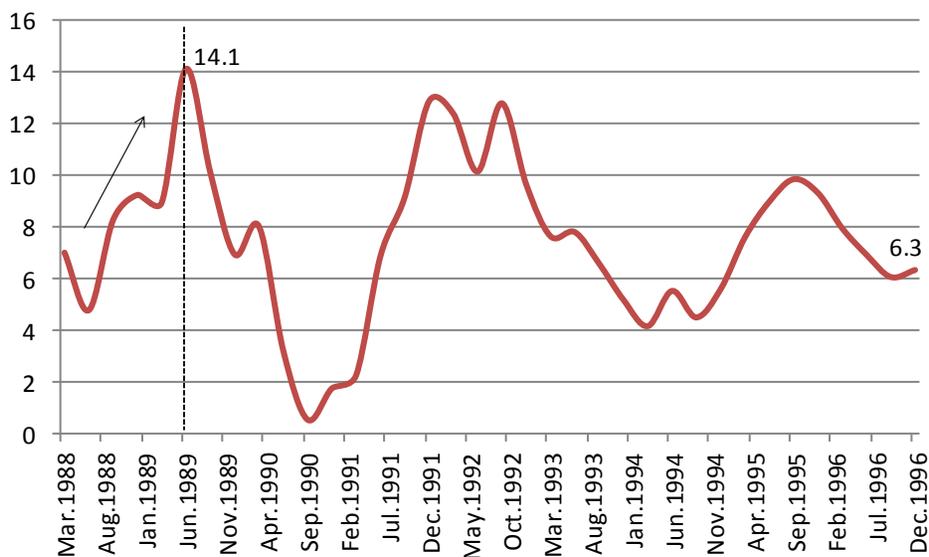


Gráfico 3
Tasa anual de crecimiento del PIB (%)



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 BCCh en ese momento.

2. Las políticas del Banco Central de Chile en 1992- 1996

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

Respecto al normal desenvolvimiento de los pagos internos, el grueso de esa responsabilidad recayó en una adecuada coordinación del BC con la Superintendencia de Bancos, donde el tema de la deuda subordinada de buena parte de la banca jugó un rol prioritario en ese período.

Respecto al normal desenvolvimiento de los pagos externos, considerando la experiencia chilena y latinoamericana, el BC le dio especial importancia en el período, porque la historia enseñaba que cuando se considera sólo el objetivo anti-inflacionario, en muchas ocasiones se logra este último pero por muy poco tiempo, a causa de desequilibrios muy significativos originados en las cuentas externas.

El BC concretizó los objetivos establecidos en su LOC poniéndose como meta: reducir el ritmo de inflación 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 BCCh 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 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; y lo gradual se justificaba en la persistencia de una alta y crónica inflación unida a la generalizada indexación de precios y salarios en base a la inflación pasada –la fuerte presencia de la Unidad de Fomento– lo que hacía muy costoso, en términos de actividad económica y empleo, una reducción abrupta del ritmo inflacionario.

Gráfico 4
Tasa de Inflación anual México (%)

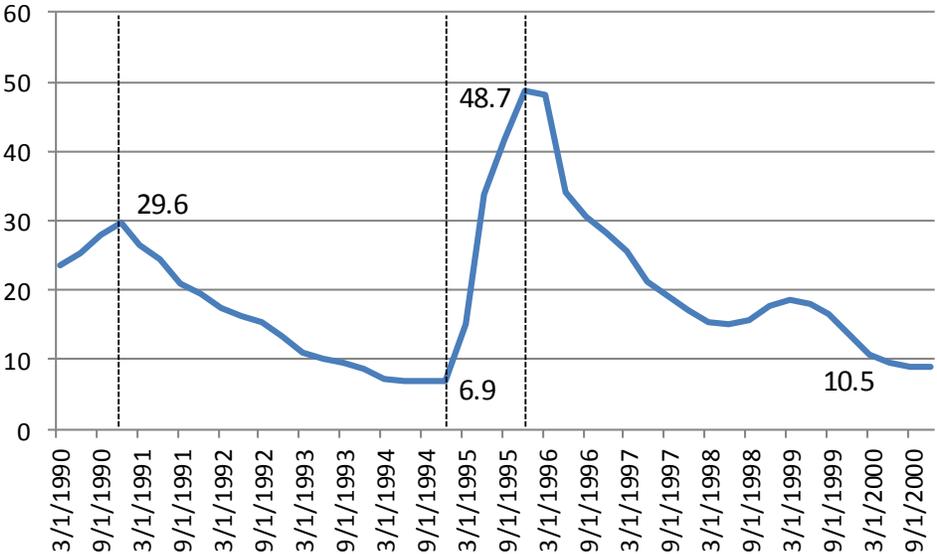
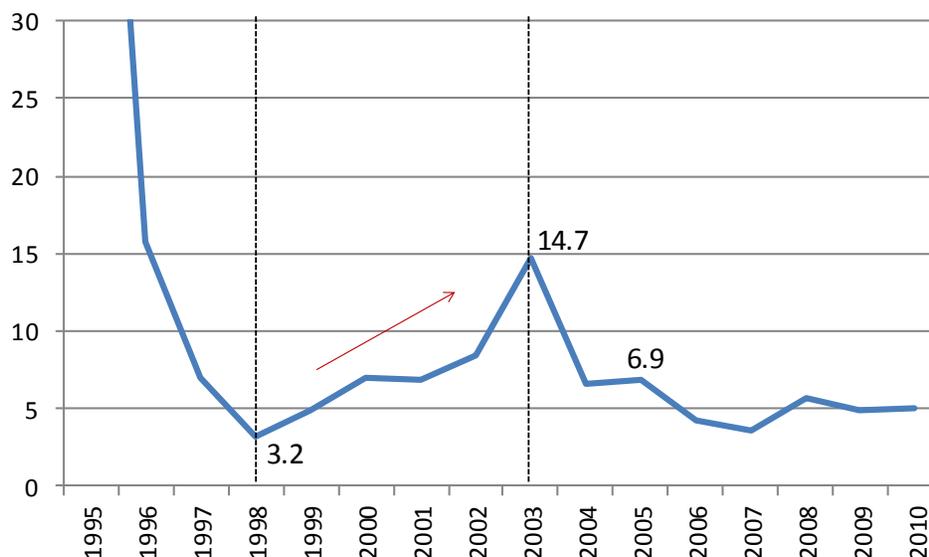


Gráfico 5
Tasa de Inflación anual Brasil (%)



La política monetaria utilizó como “ancla” el compromiso del Banco Central con una meta decreciente de inflación, anunciada anualmente por el propio Banco Central, lo que constituyó una suerte de régimen inicial de metas de inflación; y utilizó como principal instrumento la operación de mercado abierto sobre la base de la tasa de interés real 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.

La política cambiaria se orientó a complementar las política fiscal y monetaria para el logro del equilibrio externo en el mediano plazo. En concreto, su objetivo fue intentar mantener el TCR en un rango consistente con un déficit sostenible de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que se definió en un rango 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 ésta 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, derivado 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.

Dicha modificación de la banda cambiaria, permitiendo 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 los elementos fundamentales. En efecto, la favorable evolución de las exportaciones, el reducido nivel del 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 divisas. Ella se justificó, de un lado, por la necesidad de tener un elevado volumen de reservas internacionales en un proceso de creciente apertura externa 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 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 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 de Chile y en un ambiente de generalizadas expectativas de apreciación del peso chileno.

La fuerte acumulación de reservas significó 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 BC 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, que la acumulación de reservas estaba generando un costo cuasifiscal significativo, que se liberalizó fuertemente la salida de capitales y que el peso se apreció 4% real anual, el BC 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 BC 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 y empresas no financieras en el exterior. Las excepciones fueron los bancos, fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos mutuos, los que se liberalizaron más lentamente, tanto por restricciones legales como por consideraciones prudenciales. 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 IED hacia Chile.

En cuanto a la entrada de capitales, se registró un fuerte aumento en el flujo de IED 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 al año mínimo de permanencia requerida y, por esa vía, se evitó una burbuja de precios en ese mercado. Asimismo, las empresas chilenas que quisieron captar capitales internacionales lo pudieron hacer sólo gradualmente, proceso que contribuyó a una apreciación no traumática del peso chileno.

El otro componente de la política de la cuenta de capitales 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, lo que les significó un gravamen 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 los agentes económicos enfrentaran una tasa de interés similar, definida por el Banco Central, para el logro del equilibrio interno.

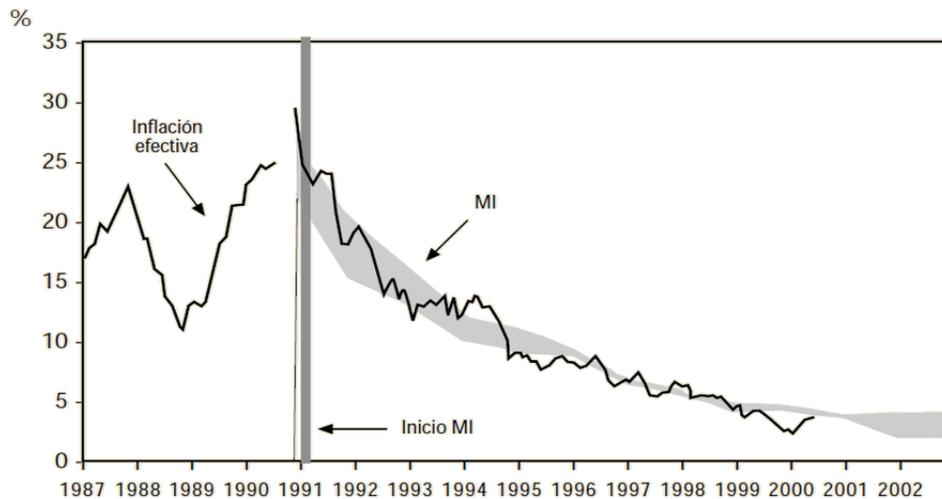
Desde una perspectiva más general, la apertura financiera gradual y selectiva permitió cambiar la composición de las acreencias externas sobre Chile, incrementándose la participación del capital de riesgo con relación al endeudamiento externo y, dentro de este último, el de largo plazo respecto del de 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.

3. Conclusiones

Cabe destacar los esfuerzos de coordinación entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda en la formulación y ejecución de la política macroeconómica de la primera mitad de los años noventa y una visión bastante compartida al respecto.

En términos de resultados, en el quinquenio 1992-1996 el PIB creció a un ritmo real anual de 7.5% y la tasa de desempleo fue 7%. 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 de año en año. La inflación anual promedio fue 9.7%, la menor tasa registrada para un quinquenio desde hacía más de medio siglo, y cayó desde 27.3% en 1990 y 18.7% en 1991, a un ritmo muy similar al de la meta de inflación anual del Banco Central, para llegar a 6.6% a fines de 1996. El peso chileno se apreció a un ritmo de 4.3% real anual a la vez que las exportaciones crecieron en términos reales en 10.4% anual, crecimiento 50% mayor que el del crecimiento del PIB. El déficit promedio anual de la cuenta corriente de la balanza de pagos fue 2.2% del PIB. La IED hacia y desde Chile alcanzó récords históricos a esa fecha. La entrada de capitales fue 6% del PIB y las reservas internacionales netas, que en el período aumentaron más de 12000 millones de dólares, equivalieron a más del 22% del PIB y a un año de importaciones de bienes. La deuda externa representó en promedio 38% del PIB y, neta de reservas internacionales, menos de 16% del PIB.

Gráfico 6
Chile: Inflación y metas de inflación



Fuente: Banco Central de Chile

En síntesis, los resultados macroeconómicos del quinquenio 1992-1996 fueron muy satisfactorios. El BCCh contribuyó significativamente a dichos resultados, a medida que consolidaba su credibilidad y autonomía. Los resultados se lograron sin poner en peligro el equilibrio externo de la economía chilena, y por el contrario, se perfeccionó la inserción de Chile en la economía internacional, creándose sólidas cuentas externas, mejorándose los indicadores de solvencia externa del país y reduciendo su vulnerabilidad.

Quizás la mayor contribución del BCCh en ese período fue haber continuado bajando la inflación y llevarla sosteniblemente a un dígito, insistir en la necesaria preocupación del TCR como variable macroeconómica clave, y dotar al BCCh de una sólida credibilidad tanto en el mercado doméstico como en el internacional.