

Política monetaria en Chile en los noventa: un ejercicio "no neutral"

Francisco Rosende *

Agradezco los comentarios de Alex Galetovic, Luis Felipe Lagos, Gonzalo Sanhueza, Daniel Tapia y de los asistentes al seminario interno del Instituto de Economía. También agradezco la colaboración de Paulo de León.

Introducción

El objetivo de este artículo es analizar la política monetaria realizada en Chile durante el presente decenio¹. En este período el panorama monetario se ha caracterizado por dos hechos sobresalientes: la puesta en vigencia de un esquema institucional que establece la autonomía del Banco Central, y una caída importante en la tasa de inflación.

Aun cuando, en teoría, el comportamiento de la inflación se encuentra íntimamente vinculado al marco institucional dentro del cual se desenvuelve el Banco Central, el análisis que sigue soslayará la consideración de la eventual influencia de los cambios institucionales registrados durante el período sobre el comportamiento macroeconómico chileno en el mismo. De este modo nuestra atención se concentrará en la gestión de la política monetaria, sin que se considere —al menos explícitamente— la estructura de incentivos que pudiera haber enfrentado el Banco Central en la determinación de sus objetivos y/o en la estrategia seguida para alcanzarlos. Una justificación razonable para esta estrategia metodológica es que el tiempo de vigencia de la ley de autonomía del Banco Central no es lo suficientemente extenso como para elaborar un juicio acerca de su verdadera influencia sobre el desempeño monetario de la economía chilena².

En la sección II se describen las principales características de la gestión monetaria del Banco Central de Chile en la presente década. En la sección III se

■ **Francisco Rosende** es Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile y M.A. en Economía de la Universidad de Chicago. Es profesor del Instituto de Economía de la Universidad Católica y Decano de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas. Sus áreas de investigación y docencia son la macroeconomía y la teoría monetaria. Entre sus últimas publicaciones se encuentran "La autonomía del Banco Central una vez más", Cuadernos de Economía, 1997, y "Política monetaria y movimientos de capital en Chile", Cuadernos de Economía, 1996.

* **FRANCISCO ROSENDE**, Decano, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, Pontificia Universidad Católica de Chile, Vicuña Mackenna 4860. Fax: (562) 552 5480, E-mail: frosende@voican.facea.puc.cl

1 El período bajo análisis concluye en 1997, por lo que no se examinan los "ataques" contra el peso registrados en enero y julio de 1998.

2 Una evaluación preliminar de esta experiencia de autonomía se encuentra en: N. Eyzaguirre y R. Vergara (1993) y F. Rosende (1993).

realiza una evaluación del diseño de política monetaria del período, haciéndose especial referencia al entorno dentro del cual esta se llevó a cabo. En la sección IV, se analiza la gestión del Banco Central en el período sobre la base de los objetivos que éste se propuso. Finalmente, en la sección V, se exponen las principales conclusiones que emergen del análisis de esta experiencia de política monetaria.

I. Marco de referencia

La simple consideración del hecho que la tasa de inflación³ cayó en Chile desde un 27,3 por ciento en 1990 a un 6 por ciento en 1997, en el marco de una tasa de crecimiento promedio del producto de 7,7 por ciento, parece ahorrar comentarios acerca de la gestión del Banco Central durante el período (véase cuadro 1). No obstante, un juicio más preciso acerca de la eficiencia de la estrategia monetaria seguida en Chile en la década de los noventa requiere examinar el contexto macroeconómico en el cual se insertó dicha política.

Sin pretender llevar a cabo una enumeración exhaustiva de las características de la política monetaria seguida en Chile durante los años noventa, es posible destacar algunos aspectos de la misma:

1. La gestión del Banco Central se concentró en el logro de determinados objetivos de inflación, los que fueron explícitamente anunciados a la opinión pública. Además, la autoridad monetaria se ha planteado como objetivo la mantención de un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos inferior al 4 por ciento del PIB.

Si bien es cierto que la preocupación del Banco Central por el nivel del déficit de la cuenta corriente ha estado sistemáticamente presente en las declaraciones realizadas por sus autoridades, su expresión concreta ha sido algo imprecisa. Ello por cuanto la materialización de un déficit inferior al 4 por ciento del PIB ha sido también interpretado — por las propias autoridades— como un "objetivo de tendencia" más que uno puntual a cada año.

La autoridad monetaria ha expresado su preocupación por cumplir con sus metas de inflación y cuenta corriente vigilando el comportamiento observado por la tasa de crecimiento del gasto agregado real con relación al producto, y por la evolución de este con respecto a lo que se estima como el "producto potencial". En el caso de la "brecha" entre producto efectivo y el "potencial", el interés del Banco Central por esta relación puede explicarse por la identificación de esta brecha como un indicador del comportamiento futuro de la inflación⁴.

2. El uso de la tasa de interés real de la deuda del Banco Central como principal indicador e instrumento de política monetaria. Ello, en contraposición con la alternativa de utilizar algún agregado monetario como indicador⁵ de la política monetaria, aun cuando este pudiera ser accionado a través de cambios en las tasas de interés. En efecto,

3 Medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) entre diciembre del año en referencia e igual mes del año anterior.

4 Este tipo de relación de causalidad, ampliamente utilizada por los bancos centrales, tiene su origen en un modelo nekeynesiano de oferta agregada, donde un elemento central es la existencia de alguna forma de "curva de Phillips". Una discusión teórica al respecto se encuentra en J. Tobin (1975).

5 En términos técnicos la variable que define la estrategia de política monetaria —en el caso del enfoque "monetarista" la tasa de crecimiento de un cierto agregado monetario— se define como "objetivo intermedio" de la política, debido a que es a través de los movimientos de éste que se busca alcanzar determinados objetivos finales, como sería una cierta tasa de inflación.

desde el inicio de la etapa de autonomía del Banco Central se ha ido configurando un esquema en el cual la tasa real de algún tipo de deuda es el principal indicador de las intenciones de política de la autoridad. En este sentido, cambios en la "tasa de política" —primero de la deuda a 90 días y a partir de 1995 la tasa de los préstamos por un día al sistema financiero— han expuesto con claridad al mercado las intenciones de política de la autoridad⁶.

3. Una característica importante del manejo monetario de los años noventa ha sido el persistente esfuerzo realizado por el Banco Central en orden a realizar una "política monetaria independiente" del resto del mundo⁷, no obstante la existencia —en la práctica— de una regla de tipo de cambio semifijo⁸. Ello se ha traducido en diversas medidas conducentes a ganar el espacio necesario para poder establecer el nivel de la tasa de interés real doméstica de acuerdo con los objetivos del Banco Central. Así, al repasar el período es posible identificar una serie de acciones que apuntan en dicha dirección, dentro de las cuales cabe destacar las siguientes:

a. El establecimiento de un encaje no reenumerado de 30 por ciento a los créditos externos. Desde su establecimiento a mediados de 1991, se han adoptado una serie de ajustes en esta política con el propósito de incrementar su efectividad, como la extensión de éste a los ADRs secundarios y a la inversión extranjera "no productiva"⁹, cuyo destino pudiera ser una operación de arbitraje.

b. Periódicos ajustes en la política cambiaria. Así, durante el período se materializó una creciente flexibilización de la regla cambiaria, lo que se tradujo en la ampliación de la banda en torno a la cual fluctúa el tipo de cambio desde un rango de +/- 5 por ciento, establecido en 1989, a uno de +/- 12,5 por ciento fijado en 1995. Adicionalmente se realizaron algunos ajustes discretos en el nivel del Tipo de Cambio Nominal (TCN), los que fueron justificados por la autoridad como un realineamiento de esta variable de acuerdo a lo que se estimaba como las condiciones más permanentes de mercado. Dentro de esta línea de acción cabe mencionar las modificaciones introducidas en el patrón de fijación del tipo de cambio. Así, de un esquema de fijación con respecto al dólar norteamericano, en julio de 1992 se estableció una regla de fijación de la banda cambiaria a una "canasta de monedas" compuesta por: el dólar norteamericano (50 por ciento), el marco alemán (30 por ciento) y el yen (20 por ciento). En noviembre de 1994 se procedió a revaluar en un 10 por ciento el valor medio de la banda de flotación, al tiempo que se modificó la estructura de la canasta de monedas a: dólar (45 por ciento), marco (30 por ciento) y yen (25 por ciento).

6 En la década de los ochenta también se utilizó la tasa real de la deuda a 90 días del Banco Central como el principal indicador de sus intenciones de política. Sin embargo, los movimientos de dicha tasa de interés actuaban como herramienta para alcanzar ciertos "objetivos monetarios intermedios", los que surgían de un programa macroeconómico acordado con el Fondo Monetario Internacional. En particular, la atención del Banco Central se dirigía a canalizar la evolución de las reservas internacionales netas de acuerdo a las metas definidas al respecto, y a acomodar el crecimiento de la demanda por circulante, dado una cierta estimación de la demanda por dinero. Una descripción del manejo monetario en Chile durante la segunda mitad de los ochenta se encuentra en J. A. Fontaine (1991).

7 La importancia de sostener una política monetaria independiente del resto del mundo fue planteado explícitamente como un objetivo del Banco Central durante el período en referencia, de acuerdo a lo señalado por el ex-presidente de dicho organismo Roberto Zahler. Al respecto véase R. Zahler (1995).

8 La estabilización del tipo de cambio nominal se ha verificado con especial claridad desde el año 1994 en adelante. Así, la variación media anual de esta variable entre dicho año y 1997 alcanzó a 1,1 por ciento.

9 La calificación del carácter de una cierta inversión extranjera se encuentra a cargo de funcionarios del Comité de Inversión Extranjera, repartición dependiente del Ministerio de Economía. Por su parte es el Banco Central quien determina si una operación cuestionada por dicho Comité debe o no pagar encaje, dado que será tratada como inversión financiera (art.14).

En noviembre de 1995 se incorporó un factor de descuento de 2 por ciento en el cálculo de la "canasta referencial de monedas", correspondiente a una estimación de la tendencia de mediano plazo del tipo de cambio real¹⁰. Considerando que la banda de flotación incorpora una "regla de tipo de cambio real" para efectos de determinar la evolución del punto medio de ésta (tipo de cambio "acuerdo"), la política de "ajustar por productividad" la trayectoria de la banda de flotación significa restar mes a mes a la evolución del tipo de cambio resultante de dicha regla, el equivalente a una caída de 2 por ciento al año el tipo de cambio real.

Finalmente, en enero de 1997, nuevamente se modificaron las ponderaciones de la canasta, esta vez en la dirección de aumentar la importancia relativa del dólar. Tras este ajuste la estructura de la canasta fue: dólar (80 por ciento); marco (15 por ciento) y yen (5 por ciento). Como consecuencia de este cambio en la "canasta" se produjo una nueva revaluación del peso con respecto al dólar. Esta revaluación fue de 4 por ciento, cifra que corresponde a la diferencia entre el nivel que habría alcanzado el tipo de cambio peso/dólar a la fecha —enero de 1997— de haberse establecido originalmente la canasta "correcta" antes mencionada, con respecto al nivel del tipo de cambio peso/dólar que entregaba la canasta anterior (dólar, 45 por ciento; marco, 30 por ciento; y yen, 25 por ciento)¹¹.

También en el ámbito cambiario se insertan una serie de medidas conducentes a la profundización del mercado cambiario y la salida de capitales. En particular, el Banco Central ha apuntado a liberalizar la compra de dólares por parte del sector privado, lo que se ha traducido en la ampliación del mercado cambiario "formal". Por otra parte, se han implementado una serie de medidas con el propósito de estimular la inversión chilena en el exterior, lo que al margen de sus efectos en términos de diversificación del portafolio de los residentes, se esperaba podría haber contribuido a atenuar la presión a la baja sobre el TCN. Dentro de las medidas adoptadas cabe destacar: el establecimiento de total libertad para los retornos de los exportadores, quienes no tienen la obligación de ingresar estos al país; se redujo el plazo mínimo de repatriación de capital ingresado por no residentes, de tres años a uno; se autorizó la emisión de bonos y acciones en el exterior (ADRs). También se liberalizó la inversión de personas y empresas en el exterior, como asimismo el prepago de deudas al exterior.

4. La verificación de una importante acumulación de reservas internacionales de parte del Banco Central. Ello como resultado de la tendencia exhibida por el tipo de cambio nominal a situarse en el "piso" de la banda cambiaria durante el período en referencia. Así, la acumulación de reservas internacionales alcanzó a 15.326,4 millones de dólares¹² entre 1990 y 1997, ambos años inclusive, lo que equivale a un promedio del orden de un 3,7 por ciento del PIB (véase cuadro 3).

10 En definitiva esta sería una estimación del "efecto Balassa" en el tipo de cambio real.

11 Esta canasta se configuró considerando la estructura geográfica del comercio de bienes de la economía chilena con el resto del mundo. El significado de la estructura modificada de ponderaciones es menos claro. De hecho no hubo de parte de las autoridades un planteamiento específico al respecto al momento de materializarse el mencionado cambio. Una interpretación posible (al margen de la interpretación más obvia de que la apreciación del dólar en los mercados mundiales acrecentaba las dificultades monetarias para el Banco Central, cuando la presión de mercado era a una revaluación del peso) es que la estructura modificada de ponderaciones represente la estructura de monedas en que se realiza el comercio exterior chileno. Sin embargo, esta interpretación no ha sido, a mi juicio, documentada adecuadamente a la fecha.

12 Esta cifra corresponde a la suma de los saldos de balanza de pagos del período, por lo que no considera los cambios en el stock de reservas internacionales producidos por movimientos de paridades entre las principales monedas o en la valorización internacional del oro.

Para contrarrestar el efecto monetario de la entrada de capitales el Banco Central ha emitido deuda interna a tasas de interés sustancialmente más altas que las que rinden las reservas internacionales, lo cual le ha generado un persistente déficit operacional durante el período¹³. Así, en 1997 el instituto emisor registró un déficit operacional del orden de un 2 por ciento del PIB.

II. La operatoria de la política monetaria en Chile

Para efectos de evaluar el manejo monetario realizado en Chile durante los noventa, se examinará el comportamiento exhibido por los principales indicadores macroeconómicos durante el período, así como la evidencia encontrada por diversos estudios empíricos acerca de los efectos de la política monetaria implementada en Chile en los años noventa¹⁴.

Como consideración previa al análisis del manejo monetario del período, es importante señalar que la evidencia econométrica disponible ha tendido a confirmar la noción de que sería una variable nominal —en este caso el tipo de cambio nominal— el principal determinante de la inflación en Chile. Luego, la causa de la caída registrada por la tasa de inflación durante los años noventa habría que buscarla en los factores que hicieron posible la gradual estabilización observada por el tipo de cambio nominal en dicho período.

Dado una cierta inercia en la trayectoria de la inflación —la que de acuerdo con la teoría tendría su origen en el comportamiento de las expectativas inflacionarias del público y/o en la existencia de altos costos de revisión de los contratos salariales— la estabilización del tipo de cambio nominal debería producir una caída en el tipo de cambio real (TCR), como efectivamente ocurrió en el período¹⁵. Luego, el mantenimiento de un progreso continuo en materia de inflación durante los años noventa, habría tenido como de sus principales causas la existencia de un escenario propicio para dejar caer el TCR. Ello implica que a partir de los años noventa se producen cambios en el entorno dentro del cual se desenvuelve la economía chilena, tal que se hace posible sostener un mayor nivel de gasto agregado real como porcentaje del producto y, como consecuencia de ello, un menor tipo de cambio real.

Aun cuando en el período 1985-1990 tuvieron lugar una serie de hechos que se combinaron para configurar un cambio importante en el escenario que enfrentaba la economía chilena a comienzos del presente decenio, es posible resumir estos en lo que a

13 Aun cuando la principal fuente de dificultades financieras para el instituto emisor tiene su origen en el proceso de intervención y "salvataje" del sistema financiero realizado a comienzos de la década pasada, en la evolución exhibida por el balance del Banco Central durante la presente década han tenido una responsabilidad importante las pérdidas ocasionadas por la "esterilización" de una parte importante del influjo de capitales del período.

14 Por ejemplo véanse; N. Eyzaguirre y P. Rojas (1995); los trabajos que aparecen en el volumen editado por F. Morandé y F. Rosende (1995) y R. Valdés (1998).

15 En la literatura especializada ha sido ampliamente reconocido el hecho de que el "atraso" de la tasa de variación del tipo de cambio nominal con respecto a la inflación —por ejemplo como resultado de la fijación del tipo de cambio nominal— genera un período de baja en el ritmo inflacionario, en el contexto de una fuerte expansión del gasto agregado y eventualmente del producto. Ello, gracias a la reducción en la tasa real de interés que produce la declinación del tipo de cambio real. Sin embargo, en la medida en que la caída del TCR hubiese excedido el nivel compatible con el equilibrio de las cuentas externas, la economía deberá enfrentar posteriormente un proceso de ajuste del gasto interno, el que podría ocasionar costos importantes en términos de producto y empleo. Con relación al efecto de los programas de ajuste bajo diferentes esquemas cambiarios véase, por ejemplo, G. Calvo y C. Végh (1994).

mi juicio serían los dos factores principales.¹⁶ Por un lado, la rápida superación de la crisis de la deuda externa por parte de la economía chilena, dentro de un clima de armonía con la comunidad financiera internacional, incluyendo los organismos multilaterales, y en el marco de una economía de mercado. Así, tanto la política de privatización de empresas públicas desarrollada desde 1985 hasta 1989, como el uso de operaciones de conversión de deuda externa para atenuar los problemas de balanza de pagos y atraer recursos externos, configuraron un cuadro de creciente interés de los inversionistas externos por comprometer recursos en la economía chilena. Y por otro, un segundo factor importante de mencionar, por su influencia en el entorno internacional que enfrentó la economía chilena en los años noventa, se refiere al planteamiento de las autoridades asumidas en 1990, en cuanto a que se mantendrían los fundamentos básicos del modelo económico implementado durante el gobierno anterior. Ello generó una actitud de confianza en la comunidad financiera internacional hacia la economía chilena, lo que se expresó en un marcado interés por comprometer recursos en ésta. Como veremos más adelante, este interés fue fuertemente estimulado por las propias acciones de la autoridad monetaria.

Un segundo aspecto que surge de la revisión de la experiencia de política monetaria del período, es la verificación de sucesivos compromisos públicos del Banco Central con el propósito de lograr cada año nuevos progresos en el control de la inflación. Este compromiso anti-inflacionario se manifestó en la introducción de periódicos ajustes en la tasa de interés de la deuda interna del instituto emisor cuando se anticipaba algún grado de amenaza al logro de la meta inflacionaria propuesta. De hecho, no dejó de llamar la atención de los agentes económicos el que antes de cumplirse un mes de funcionamiento de la ley de autonomía del Banco Central, la que había llevado a que el Consejo de este tuviese una importante representación de personeros ligados al nuevo gobierno, se resolvió implementar un severo ajuste monetario con el propósito de contener lo que se visualizaba como un rebrote inflacionario. Esta política llevó a 9,7 por ciento la tasa real sobre la deuda a diez años del instituto emisor. Es evidente que la decisión expresada por el Banco Central en dicho episodio —independientemente de la eficacia de la estrategia seguida— sirvió para ir construyendo una reputación anti-inflacionaria de este organismo, la que indudablemente ha contribuido a los progresos alcanzados posteriormente en este ámbito.

Aun cuando la evidencia disponible sugiere que la influencia directa de los cambios en la tasa de interés del Banco Central sobre el gasto real y/o la tasa de inflación ha sido poco importante en el pasado reciente en Chile¹⁷, es razonable suponer —dado la misma evidencia econométrica— que es a través de los movimientos del tipo de cambio que esta variable verdaderamente impacta sobre los objetivos del instituto emisor. Así, aumentos en la tasa real de interés provocarían un incremento en el flujo de capitales, lo que al presionar a la baja el TCN contribuiría a reducir la tasa de inflación.

16 Un análisis del período se encuentra en F. Rosende (1990) y (1996).

17 En Eyzaguirre y Rojas (1993) se encuentra evidencia de un efecto de la tasa de interés sobre la inflación, sin embargo este es pequeño. En R. Valdés (1998) no se encuentra un impacto directo, lo que lleva al autor a sostener que los cambios en la tasa de interés introducidos por el Banco Central afectan la brecha en la inflación efectiva y la inflación meta de la autoridad. Sin embargo, esta última variable se mide por las proyecciones de inflación que realiza una consultora, por lo que no constituye una evidencia de efectividad de la política monetaria. Finalmente, en los trabajos contenidos en el volumen editado por Morandé y Rosende (1995) tampoco se encuentra evidencia de que los movimientos de la tasa de interés real afecten la trayectoria de la inflación.

La relación entre las tasas de interés y el tipo de cambio es crucial en el análisis de la política monetaria del período y su incidencia sobre la tasa de inflación. En particular, la combinación de un escenario externo más favorable a la economía chilena —y en general a las economías "emergentes"— junto con el propósito del instituto emisor de lograr bajas sistemáticas en la inflación, generó un cuadro de tasas de interés sustancialmente superiores a las prevalecientes en los principales centros financieros, un fuerte flujo de capitales y una tendencia también sostenida a la baja del TCR.

Como se señaló anteriormente, fue habitual observar durante el período en referencia que el Banco Central intentara contener el movimiento a la baja del TCN a través de una masiva acumulación de reservas internacionales. Por otro lado, el efecto monetario de esta operación era parcialmente "esterilizada" mediante la emisión de deuda interna del propio Banco Central. Así, si bien los movimientos de la política monetaria —expresados en cambios en la tasa de interés de la deuda del instituto emisor— han contribuido a la caída de la inflación, ello no ha estado exento de costos. Por un lado, se acentuó la tendencia a la baja del TCR antes mencionada, como consecuencia de la incapacidad que tiene el Banco Central de una economía pequeña como la chilena, de neutralizar plenamente el impacto monetario de la entrada de capitales, a través del proceso de "esterilización" de estos¹⁸. Ello, en un contexto en el cual la tasa de interés real sobre la deuda interna del banco central ha sido sustancialmente más alta que la tasa real prevaleciente en los principales centros financieros. Por otro lado, este mismo fenómeno ha generado un costo adicional para el Banco Central de Chile, cual es la pérdida financiera asociada al proceso de "esterilización" propiamente tal.

Una consideración importante en el análisis de la gestión monetaria del período, se refiere a la forma en que se comportó la política fiscal durante el período en referencia. En términos de los indicadores globales de política fiscal se puede sostener que el fisco contribuyó a los equilibrios macroeconómicos a través del mantenimiento de un persistente superávit global (véase cuadro 5). Por otra parte, el gasto fiscal observó durante el período un crecimiento similar al del producto desde 1992 en adelante, tras la verificación de un aumento en el tamaño del Estado del orden de 2 puntos del PIB en 1991, luego del aumento de impuestos aprobado en 1990. Desde este punto de vista es posible sostener que la política fiscal ha cooperado a la mantención de los equilibrios macroeconómicos. Sin embargo, a pesar de ello, la política fiscal no ha actuado creando espacios para la política monetaria, por ejemplo, a través de acciones conducentes a elevar la tasa de ahorro doméstica de modo de contener el crecimiento del gasto real, y por esta vía permitir la mantención de un nivel más bajo de la tasa real de interés, y más alto para el tipo de cambio real. Cabe considerar que durante el período en estudio se observó una caída en la tasa de ahorro doméstico, de acuerdo a las cuentas nacionales recientemente publicadas por el Banco Central. Aun cuando un análisis riguroso del efecto macroeconómico de la política fiscal durante el período considerado excede los objetivos de este artículo, existen razones para sospechar que la combinación de aumentos en la carga tributaria de los grupos con una mayor propensión al ahorro, junto con la transferencia de estos recursos a los sectores con una mayor propensión al gasto, habría tenido un impacto importante en la evolución experimentada por el ahorro y la cuenta corriente de la balanza de pagos¹⁹.

18 Como se indicó anteriormente, esta caída del TCR fue posible gracias a la fortaleza en la posición de cuenta corriente que se observó durante la mayor parte de los noventa, como consecuencia—principalmente— del severo ajuste fiscal realizado en la segunda mitad de los años ochenta.

19 La adopción de la estrategia inversa de política fiscal durante la segunda mitad de la década del ochenta, habría permitido lograr el aumento sostenido del ahorro registrado en dicho período. Una descripción de la política fiscal implementada en dicho período se encuentra en H. Büchi (1995).

Para contrarrestar el efecto monetario de la entrada de capitales el Banco Central ha emitido deuda interna a tasas de interés sustancialmente más altas que las que rinden las reservas internacionales, lo cual le ha generado un persistente déficit operacional durante el período¹³. Así, en 1997 el instituto emisor registró un déficit operacional del orden de un 2 por ciento del PIB.

II. La operatoria de la política monetaria en Chile

Para efectos de evaluar el manejo monetario realizado en Chile durante los noventa, se examinará el comportamiento exhibido por los principales indicadores macroeconómicos durante el período, así como la evidencia encontrada por diversos estudios empíricos acerca de los efectos de la política monetaria implementada en Chile en los años noventa¹⁴.

Como consideración previa al análisis del manejo monetario del período, es importante señalar que la evidencia econométrica disponible ha tendido a confirmar la noción de que sería una variable nominal —en este caso el tipo de cambio nominal— el principal determinante de la inflación en Chile. Luego, la causa de la caída registrada por la tasa de inflación durante los años noventa habría que buscarla en los factores que hicieron posible la gradual estabilización observada por el tipo de cambio nominal en dicho período.

Dado una cierta inercia en la trayectoria de la inflación —la que de acuerdo con la teoría tendría su origen en el comportamiento de las expectativas inflacionarias del público y/o en la existencia de altos costos de revisión de los contratos salariales— la estabilización del tipo de cambio nominal debería producir una caída en el tipo de cambio real (TCR), como efectivamente ocurrió en el período¹⁵. Luego, el mantenimiento de un progreso continuo en materia de inflación durante los años noventa, habría tenido como de sus principales causas la existencia de un escenario propicio para dejar caer el TCR. Ello implica que a partir de los años noventa se producen cambios en el entorno dentro del cual se desenvuelve la economía chilena, tal que se hace posible sostener un mayor nivel de gasto agregado real como porcentaje del producto y, como consecuencia de ello, un menor tipo de cambio real.

Aun cuando en el período 1985-1990 tuvieron lugar una serie de hechos que se combinaron para configurar un cambio importante en el escenario que enfrentaba la economía chilena a comienzos del presente decenio, es posible resumir estos en lo que a

13 Aun cuando la principal fuente de dificultades financieras para el instituto emisor tiene su origen en el proceso de intervención y "salvataje" del sistema financiero realizado a comienzos de la década pasada, en la evolución exhibida por el balance del Banco Central durante la presente década han tenido una responsabilidad importante las pérdidas ocasionadas por la "esterilización" de una parte importante del in flujo de capitales del período.

14 Por ejemplo véanse; N. Eyzaguirre y P. Rojas (1995); los trabajos que aparecen en el volumen editado por F. Morandé y F. Rosende (1995) y R. Valdés (1998).

15 En la literatura especializada ha sido ampliamente reconocido el hecho de que el "atraso" de la tasa de variación del tipo de cambio nominal con respecto a la inflación —por ejemplo como resultado de la fijación del tipo de cambio nominal— genera un período de baja en el ritmo inflacionario, en el contexto de una fuerte expansión del gasto agregado y eventualmente del producto. Ello, gracias a la reducción en la tasa real de interés que produce la declinación del tipo de cambio real. Sin embargo, en la medida en que la caída del TCR hubiese excedido el nivel compatible con el equilibrio de las cuentas externas, la economía deberá enfrentar posteriormente un proceso de ajuste del gasto interno, el que podría ocasionar costos importantes en términos de producto y empleo. Con relación al efecto de los programas de ajuste bajo diferentes esquemas cambiarios véase, por ejemplo, G. Calvo y C. Végh (1994).

tasas de interés por parte del banco central) y "relajamiento" (baja en las tasas)²². Así, la verificación de un mejoramiento del precio del cobre y/o una baja en la tasa de interés por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos, al contribuir a un mejoramiento en la posición de la cuenta corriente de la balanza de pagos generaba una intensificación de la expectativa del público en cuanto a que ocurriría una nueva caída del TCR, toda vez que el aumento del ingreso nacional ocasionado por el cambio externo permitía elevar el gasto agregado sin que ello involucrara un deterioro de la cuenta corriente, al menos en términos nominales. En este contexto, se produciría un aumento en el ritmo de entrada de capitales, especialmente en la medida en que se generalizaba entre los agentes económicos la expectativa de que el cambio en el escenario externo —al contribuir a un mejoramiento en el saldo de la cuentas corriente— planteaba un cuadro propicio para que el Banco Central relajara su política de tasas de interés. Un ejemplo puntual al respecto lo constituye lo acontecido durante el año 1994, cuando el gradual mejoramiento observado por el precio del cobre en el mercado mundial alimentó la expectativa en el mercado financiero de una reducción en las tasas de interés domésticas por parte del Banco Central. Como consecuencia de ello la entrada neta de capitales alcanzó a 2.309,4 millones de dólares²³ en el cuarto trimestre de dicho año, tras registrar este indicador un promedio de 736,2 millones de dólares en los tres trimestres previos (véase cuadro 6). Por su parte, el TCN experimentó una caída de 2,1 por ciento con respecto al trimestre previo²⁴, lo que fue justificado por el Ministro de Hacienda como "el sinceramiento" del tipo de cambio a lo que serían las condiciones que efectivamente enfrentaba la economía chilena. Cabe hacer presente que dicho ajuste cambiario se tradujo en la revaluación de 10 por ciento en el punto medio de la banda de flotación, y un ajuste en la composición de la canasta de monedas, tal como se señaló anteriormente.

En esta coyuntura el Banco Central procedió a reducir la tasa básica de su política monetaria —en ese momento la tasa real de su deuda a 90 días (PRBC)— desde el nivel de 6,5 por ciento equivalente anual establecido a comienzos de noviembre de 1992, a 6,25 por ciento en octubre de 1994 y 6,10 por ciento en noviembre del mismo año. El proceso de reducción de tasas de interés, iniciado por el Banco Central en octubre tuvo una pausa en el primer trimestre de 1995 como consecuencia de la irrupción de la crisis cambiaria mexicana, debido a que inicialmente se supuso podía tener mayores repercusiones en el flujo de capitales hacia la región. Sin embargo, en mayo se retoma este proceso, para concluir en agosto con la tasa del PRBC en 5,65 por ciento. A partir de este mes se inicia un nuevo período de alzas de tasas de interés, al comprobarse una aceleración en el ritmo de crecimiento del gasto agregado como consecuencia de la caída previa de la tasa de interés real y el mejoramiento observado por los términos de intercambio en 1995²⁵.

No parece razonable suponer que las autoridades monetarias desconocían las restricciones inherentes al uso de la política monetaria como herramienta para alcanzar

22 Ello en adición al bien conocido argumento de ineffectividad de las políticas de fine tuning, considerando el escaso conocimiento que tienen las autoridades acerca de la dinámica de los efectos de la política monetaria, y muy especialmente de la forma en que las expectativas del público reaccionarán frente a los anuncios de la autoridad.

23 Como consecuencia de dicho influjo de capitales se originó una acumulación de reservas internacionales de 2.035,2 millones de dólares, cifra correspondiente a más de un 90 por ciento de la base monetaria.

24 Sólo en el mes de diciembre se produjo una caída nominal de 2,7 por ciento con respecto al mes previo, con lo que la variación en doce meses de esta variable reflejó una caída de 5,5 por ciento.

25 En 1995 el PIB creció en un 10,6 por ciento, mientras que el Ingreso Nacional Bruto lo hizo en 16,8 por ciento y el Gasto Interno Bruto en 16,2 por ciento. Por su parte el TCR observó una caída promedio de 5,7 por ciento.

sus objetivos. De hecho, la estrategia de promover una mayor amplitud de la banda cambiaria junto con el establecimiento de restricciones al flujo de capitales, reflejan un diagnóstico similar al descrito, en cuanto a que el espacio disponible para realizar una política monetaria independiente era estrecho y costoso, por lo que se hacía necesario ampliarlo. Probablemente la principal fuente de controversia con el diagnóstico expuesto se refiere a la efectividad del encaje a los créditos externos. Sin embargo, aun reconociéndole una cierta efectividad al encaje, ello no permite desconocer que las sucesivas medidas del Banco Central, en orden a contener la acumulación de reservas, evidenciaban claramente la incompatibilidad entre el esquema de política cambiaria y la estrategia monetaria.

Otra perspectiva posible para los sucesivos ajustes cambiarios que tuvieron lugar durante el período en cuestión es que durante gran parte del período las autoridades actuaron sobre la base de que el TCR todavía estaba sobre "el de equilibrio", dado el dinamismo exhibido por los volúmenes exportados²⁶, unido a la mantención de déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos compatibles con el objetivo antes mencionado y con una caída en la deuda externa neta como porcentaje del PIB. En esta línea se inserta el planteamiento de Zahler (1997)²⁷: "Cabe reiterar que la apreciación real que registró el peso durante los años noventa, en torno a 4,5 por ciento anual, fue el resultado de un proceso de equilibrio, que respondió a cambios estructurales experimentados por la economía chilena durante los últimos años, y no a una manipulación del tipo de cambio con el objeto de reducir artificialmente el ritmo inflacionario".

Es efectivo que la verificación de una caída sistemática del TCR en un contexto de inflación declinante y bajo desempleo sugiere, tal como señala Zahler, que dicha caída era de "equilibrio". Sin embargo, ello no implica que al menos una parte importante de dicha caída no hubiera sido explicada por la disminución registrada por el ahorro durante el período, y por la continua presencia de altas tasas de interés reales domésticas, en un contexto de tipo de cambio semifijo.

En otras palabras, parece razonable suponer que a comienzos de la década el TCR se encontraba por encima de su nivel de equilibrio, en el sentido de armonizar las condiciones de oferta y demanda prevalcientes en los mercados de bienes transables y no transables. Ello debido a: un mejoramiento en las perspectivas de crecimiento de la economía tras los ajustes realizados en la política económica luego de la crisis de la deuda externa el crecimiento experimentado por el ingreso nacional desde la irrupción de la crisis de la deuda y, especialmente, por la mayor disposición a comprometer recursos en el país por parte de los inversionistas extranjeros. Esta presión por elevar el gasto agregado como porcentaje del producto no fue acompañada por un aumento en el precio relativo de los bienes no transables, como correspondería a un esquema en el que el TCR puede ajustarse en respuesta a cambios en las condiciones reales de mercado, debido a la existencia de una regla de TCR²⁸. Puede apreciarse en el cuadro 2 la verificación de un crecimiento del gasto agregado como porcentaje del producto entre 1986 y 1989, sin que ello estuviese acompañado de una caída del TCR. Este fenómeno es fundamental para

26 Ello no obstante la tasa de crecimiento de las exportaciones no-tradicionales (no-cobre y no-principales) fue decayendo en el tiempo.

27 R. Zahler (1997).

28 Este fenómeno de desequilibrio cambiario puede explicar la presión inflacionaria que se observó entre 1988 y 1989, cuando el aumento del gasto agregado como porcentaje del producto no fue acompañado de una caída del TCR, sino que de un alza en esta variable (véase cuadro 2). Esta presión inflacionaria afloró en 1989 y 1990 (alimentada adicionalmente) por un aumento en el precio internacional del petróleo.

explicar la mantención de altas tasas de inflación en el contexto de un severo ajuste fiscal²⁹. Sin embargo, a pesar de la validez conceptual de esta interpretación, parece difícil pensar que el desequilibrio cambiario prevaeciente a comienzos de la presente década pudiera explicar una posterior caída del TCR del orden de 30 por ciento hasta 1997³⁰. Como se señaló anteriormente, la explicación de la caída del TCR durante la presente década no puede ignorar la influencia que ha tenido sobre este proceso la mantención de altas tasas de interés reales sobre la deuda pública³¹, en un contexto de tipo de cambio semifijo sobre el in flujo de capitales³².

Por otro lado, a pesar de las acciones desarrolladas por el Banco Central en orden a aumentar la flexibilidad cambiaria, el establecimiento de metas de inflación que planteaban cada año progresos en esta materia con respecto al año anterior, unido al elevado *stock* de reservas internacionales y el mantenimiento del tipo de cambio en torno al piso de la banda, generaban un escenario en el que era altamente improbable que el TCR pudiera subir. Luego, cualquier diferencial de tasas de interés, ajustadas por riesgo país, promovería un in flujo importante de capitales el que validaría la caída del TCR.

La preocupación por el comportamiento de la cuenta corriente de la balanza de pagos por parte del Banco Central ha sido interpretada por algunos economistas como una implicancia del mandato de la ley orgánica constitucional del Banco Central en cuanto a "...cautelar por la estabilidad de los pagos internos y externos"³³. De ser esta la interpretación adecuada de la ley —lo que no me parece claro³⁴, especialmente considerando que se le encomendaría al Banco Central un "objetivo" que no le resulta alcanzable en el largo plazo— es comprensible la preocupación de las autoridades por la evolución del nivel gasto real con respecto a la del producto real. Sin embargo, la relevancia de estas variables con respecto a los objetivos inflacionarios parece poco defendible, considerando que es generalmente aceptado por la profesión el que la inflación es un fenómeno monetario, por lo que no tiene mayor sentido suponer que los cambios en la composición del producto pudieran afectar esta variable.

En el caso concreto del objetivo de cuenta corriente, la identificación de este con la estrategia seguida por el banco central de cautelar por la relación entre la tasa de

29 Cabe señalar que entre 1984 y 1989, el gasto fiscal como porcentaje del PIB cayó algo más de 10 puntos porcentuales, mientras que el saldo global pasó de un déficit equivalente a un 3,6 por ciento del PIB en 1984 a un superávit en torno al 2 por ciento del PIB en 1989. Sobre el manejo fiscal del período véase H. Büchi (1995).

30 De hecho, si se utiliza el supuesto de las autoridades en materia de ganancias de productividad del sector transable con respecto al no transable, la que estiman en un 2 por ciento al año —"efecto Balassa"— sólo se explicaría alrededor de la mitad de la caída experimentada por el TCR entre 1990 y 1997.

31 Del Banco Central en este caso.

32 En términos técnicos se puede plantear que la experiencia macroeconómica chilena de los años noventa constituiría otra ilustración de la validez de la "crítica de Walters". Una discusión al respecto se encuentra en F. Rosende (1992).

33 Esta interpretación se plantea en Zahler (1997: 14 y 15).

34 Desde mi punto de vista, la interpretación correcta de la ley se relaciona con la obligación que le cabría al Banco Central de conducir la política monetaria de modo de evitar la ocurrencia de crisis cambiarias o de balanza de pagos. Es incuestionable que un alto déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos podría precipitar un "ataque especulativo" contra la moneda doméstica, y concluir en una crisis de balanza de pagos. Sin embargo, en mi interpretación la responsabilidad del Banco Central atraviesa por evitar que sea el manejo monetario la fuente del exceso de gasto, y en presencia de una tendencia al déficit en la balanza de pagos, adoptar las medidas monetarias y cambiarias necesarias para defender el ahorro financiero en títulos domésticos. Reconozco, en todo caso, que esta es precisamente una zona compleja de análisis desde un punto de vista teórico, y caería (posiblemente) dentro de los casos que, de acuerdo a Sargent y Wallace, configuran una "aritmética incómoda" a la teoría monetaria. Al respecto véase T. J. Sargent y N. Wallace (1986), y T. J. Sargent (1996).

crecimiento del gasto agregado real y el producto, plantea una cierta paradoja. Ello por cuanto, al margen del hecho que el gasto hubiese crecido por encima del producto en determinados períodos, forzando la adopción de alzas en las tasas de interés del Banco Central, durante el período en cuestión el nivel de gasto agregado real como porcentaje del PIB creció más de doce puntos porcentuales (véase cuadro 2). Ello significa que por alguna razón el Banco Central fue revisando continuamente al alza su estimación de los términos de intercambio de largo plazo, de modo que el deterioro real no planteaba una amenaza efectiva sobre el objetivo de cuenta corriente antes mencionado. En la práctica esta actitud habría surgido de la comprobación de que durante la mayor parte del período en consideración el déficit de cuenta corriente se había mantenido por debajo de límite antes mencionado, no obstante el deterioro en el saldo del intercambio real. Es discutible la validez de esta interpretación, aun cuando no puede desconocerse la complejidad inherente a la identificación de los movimientos de tendencia de los términos de intercambio. Sin embargo, los riesgos inherentes a esta estrategia han quedado claramente en evidencia al proyectarse para 1998 un déficit en cuenta corriente del orden del 6,5 por ciento del PIB. Se plantea aquí una coyuntura en la que el instituto emisor tendrá que elaborar un conjunto de políticas conducentes a acercar el saldo en cuenta corriente a su nivel objetivo y, al mismo tiempo, dar cumplimiento al objetivo inflacionario propuesto.

IV. A modo de conclusión

La experiencia económica chilena de los últimos decenios ha motivado un enorme interés entre los economistas. En el plano de la política monetaria, no deja de llamar la atención la significativa caída experimentada por la tasa de inflación durante la presente década, todo ello en el contexto de un fuerte crecimiento del producto y el empleo.

La revisión gruesa de las cifras chilenas y su contrastación con las de economías en crisis ha llevado a sobredimensionar algunas de las virtudes de la conducción económica de este país, y a soslayar sus deficiencias o aspectos más cuestionables³⁵.

En el plano monetario, es importante reconocer la seriedad y perseverancia exhibida por el Banco Central durante la presente década para lograr progresos sostenidos en la reducción del ritmo inflacionario. Esta actitud de las autoridades monetarias ha ido gradualmente configurando un clima de aceptación y reconocimiento hacia la institución de un Banco Central autónomo, lo cual no ocurría cuando se dio inicio a este esquema institucional a comienzos del decenio.

La reputación anti-inflacionaria del Banco Central es un activo de gran importancia para efectos de lograr —en un corto plazo— tasas de inflación similares a las que existen en las economías industrializadas, sin costos importantes en términos de empleo y producto. No obstante, la labor anti-inflacionaria del Banco Central se ha visto beneficiada por un cuadro de balanza de pagos que ha hecho posible alcanzar una caída importante y sostenida del tipo de cambio real. Ello ha cooperado al logro de menores tasas de inflación a través de un sostenido rezago en la tasa de variación del tipo de cambio nominal con respecto a la diferencial entre la inflación doméstica y la externa. Sin

35 En particular, no deja de llamar la atención la velocidad a la que numerosos economistas se han inclinado a aceptar los beneficios del encaje a los créditos externos como mecanismo para reducir la inestabilidad del proceso de crecimiento. La evidencia que se desprende de la experiencia chilena no parece sustentar esta conclusión, quedando, al menos, una duda con respecto a cual ha sido el verdadero efecto de dicho mecanismo.

embargo, el mantenimiento de altas tasas de interés reales domésticas, para efectos de lograr los progresos buscados en materia de inflación, ha mantenido al Banco Central sometido —desde inicios del presente decenio— a un persistente ataque especulativo contra la divisa. En particular considerando que para agentes racionales es claro que el logro del objetivo inflacionario —en ausencia de un apoyo fiscal acorde con el objetivo de estabilización del TCR expuesto en la regla cambiaria— atraviesa por una caída del TCR.

No obstante, el principal conflicto para la política monetaria proviene precisamente del intento de ejecutar esta política por parte del Banco Central, en un contexto de tipo de cambio fijado y alta movilidad de capitales. Más directamente aun, los costos de la gestión del Banco Central en los años noventa se originan —a mi juicio— en el intento por llevar a cabo un manejo monetario independiente, en un contexto cambiario adverso a este fin. Desde luego, es posible argumentar que bajo un esquema de flotación cambiaria la caída del TCR —y sus consecuentes costos reales— habría sido aun mayor que la efectivamente observada. Me parece discutible, considerando que durante la mayor parte del período en consideración el tipo de cambio real sólo exhibió una trayectoria a la baja, la que en mayor o menor grado fue persistentemente anticipada por el mercado. Bajo un esquema de flotación el grado de certidumbre del mercado con respecto a la trayectoria futura del TCR es bajo, lo que en forma natural tiende a desalentar el proceso de arbitraje.

Es incuestionable que la selección de un determinado régimen cambiario tiene una serie de elementos a considerar al margen de sus implicancias monetarias. Por este motivo es que sería ingenuo concluir que las dificultades que ha enfrentado el Banco Central en su pasado reciente constituyen una justificación para adoptar un esquema de flotación cambiaria. Sin embargo, independiente del hecho que una discusión a fondo de las opciones cambiarias que enfrenta la economía chilena es urgente, sólo cabe reiterar la importancia de adoptar una estrategia monetaria coherente con el sistema cambiario elegido. Así, en la medida en que se opta por realizar una política monetaria independiente³⁶, es inevitable tomar las medidas necesarias para dejar libre el tipo de cambio. De otro modo la economía continuará enfrentando costos reales como resultado de esta incoherencia de política. Al respecto es razonable conjeturar que dado la fuerte caída experimentada por el TCR en el pasado reciente, los costos de nuevas reducciones de esta variable sobre el desempeño real de la economía pueden ser sustanciales.

El deterioro experimentado por el escenario internacional tras la irrupción de la "crisis asiática" ha permitido postergar la toma de decisiones de fondo en materia de institucionalidad monetaria, en la medida en que el TCN se ha alejado del "piso" de la banda cambiaria. Sin embargo, sería desalentador que la mantención de un cuadro externo adverso fuese la única alternativa al problema de política monetaria planteado.

Por otra parte, la prolongación de un proceso de deterioro del presupuesto operacional del Banco Central puede concluir comprometiendo —en algún grado— los éxitos alcanzados en el control de la inflación. Al respecto es importante tener presente que la operación de intercambiar divisas por deuda interna que realiza el instituto emisor en

36 Esta decisión no se encuentra ajena a controversias fundamentales en macroeconomía, como el relativo a la capacidad y conveniencia de estabilizar los ciclos de actividad mediante el uso de política monetaria, por lo que su discusión es un prerequisite previo al debate en torno a las opciones cambiarias que enfrenta una economía como la chilena.

su defensa de la paridad cambiaria es esencialmente una operación de tesorería, por lo que corresponde analizarla desde una perspectiva fiscal. Desde esta óptica, la incoherencia existente entre la ejecución de una política monetaria independiente bajo un régimen de tipo de cambio semifijo, genera una tendencia al deterioro de las cuentas fiscales, lo que en algún momento podría complicar la mantención de los logros anti-inflacionarios³⁷.

Bibliografía

- Büchi, H. (1995), "Fiscal policy, Economic Reforms and the Private Sector Development: The Chilean Experience", mimeo. Instituto Libertad y Desarrollo.
- Calvo, G. y C. Vegh (1994), "Inflation Stabilization and Nominal Anchors", *Contemporary Economic Policy*, Volumen XII.
- Eyzaguirre, N. y R. Vergara (1993), "Reflexiones en torno a la experiencia de autonomía del Banco Central de Chile", *Cuadernos de Economía* 91. Diciembre.
- Eyzaguirre, N. y P. Rojas (1995), "Las Políticas Monetaria y Cambiaria en Chile durante los Noventa", mimeo. Banco Central. Enero.
- Fontaine, J. A. (1991), "La Administración de la Política Monetaria en Chile, 1985-89", *Cuadernos de Economía* 83.
- Mishkin, F. S. y A. S. Posen (1997), "Inflation Targeting: Lessons From Four Countries", *Working Paper* 6126. NBER. Agosto.
- Morandé F. y F. Rosende (1995), *Análisis Empírico de la Inflación en Chile*. Ilades & Georgetown University/Instituto de Economía, PUC.
- Rosende, F. (1990), "Análisis de la Situación Económica. El Ajuste: Orígenes, Políticas y Resultados", *Serie Documentos de Trabajo*. Centro de Estudios Públicos. Septiembre.
- Rosende, F. (1992), "Política Cambiaria y estabilidad económica", *Estudios Públicos* 48. Primavera.
- Rosende, F. (1993), "La Autonomía del Banco Central de Chile: una evaluación preliminar", *Cuadernos de Economía* 91. Diciembre.
- Rosende, F. (1996), "Política Monetaria y Movimiento de Capitales en Chile", *Cuadernos de Economía* 98. Abril.
- Sargent, T. J. (1996), "A Primer on Monetary and Fiscal Policy", mimeo. Chicago: University of Chicago. August.
- Sargent, T. J. y N. Wallace (1996), "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", en T. J. Sargent *Rational Expectations and Inflation*. Harper & Row.
- Tobin, J. (1975), "Keynesian Models of Recession and Depression", en *American Economic Review*. Mayo.
- Valdés, S. y M. Soto (1996), "New Selective Capital Controls in Chile: Are they Effective?", en *Cuadernos de Economía* 98. Abril.
- Valdés, R. (1998), "Efectos de la Política Monetaria en Chile", *Cuadernos de Economía*. Abril.

37 Nuevamente aquí se plantea un argumento de "incomodidad monetarista" del tipo propuesto por Sargent y Wallace (1996).

Zahler, R. (1995), "Seminario 70º Aniversario Banco Central de Chile: Conferencia Inaugural", Banco Central. Agosto.

Zahler, R. (1997), "La Política Macroeconómica de Chile en los Años Noventa: La Visión del Banco Central". Cepal.

Principales medidas de política cambiaria

1988-1997

FECHA	MEDIDA
Enero 1988	Se amplía la banda de flotación del tipo de cambio a ± 3 por ciento.
Junio 1989	Se amplía la banda de flotación del tipo de cambio a ± 5 por ciento.
1º de marzo	Se elimina el descuento por Inflación Externa. El Tipo de Cambio Acuerdo se reajustará sólo en función de la variación de la Unidad de Fomento (UF).
3 de abril 1991	Se revalúa el Tipo de Cambio en 0.7 por ciento. Se decide reajustar por segundo mes consecutivo en función sólo de la UF (hasta el 9 de mayo).
30 de abril 1991	Se revalúa el Tipo de Cambio Acuerdo en 0.7 por ciento. Se mantiene la reajustabilidad del Tipo de Cambio Acuerdo en función sólo de la UF hasta el 9 de julio.
Junio 1991	Se revalúa el Tipo de Cambio Acuerdo en 2 por ciento. Se reducen aranceles de 15 por ciento a 11 por ciento. Se introduce el Encaje de 20 por ciento al endeudamiento en moneda extranjera.
10 de noviembre 1991	Se reduce la tasa de inflación externa anual utilizada en el cálculo del Tipo de Cambio Acuerdo desde 3.7 por ciento a 2.4 por ciento.
Enero 1992	Se modifica el valor del tipo de cambio acuerdo disminuyéndose en 5 por ciento. Se amplía la banda de flotación del tipo de cambio a ± 10 por ciento.
Marzo 1992	Se autoriza la intervención del Banco Central al interior de la banda de flotación del tipo de cambio.
10 de abril 1992	Se reduce desde 2.4 por ciento a 1.2 por ciento anual la inflación externa relevante usada como factor de descuento en el cálculo mensual del reajuste del dólar acuerdo.
Julio 1992	Se modifica la regla cambiaria. Ligando la cotización del peso a una canasta referencial de monedas compuesta en un 50 por ciento por el dólar estadounidense, un 30 por ciento por el marco alemán y un 20 por ciento por el yen japonés. El valor de la canasta será reajustado diariamente conforme a la variación de la UF, descontando la inflación externa relevante correspondiente a 2.4 por ciento anual.

Noviembre 1994	Se modifica el valor del tipo de cambio acuerdo disminuyéndolo en 10 por ciento. Se modifican las participaciones relativas de cada moneda en la canasta referencial de monedas, quedando éstas en 45 por ciento el dólar estadounidense, 30 por ciento el marco alemán y 25 por ciento el yen japonés.
Noviembre 1995	Se incorpora un factor de descuento de 2 por ciento en el cálculo de la canasta referencial de monedas, correspondiente a un factor de ajuste del tipo de cambio real a su valor del equilibrio de mediano plazo.

FECHA

Enero 1997	Se modifican las participaciones relativas de cada moneda en la canasta referencial de monedas, quedando éstas en 80 por ciento el dólar estadounidense, 15 por ciento el marco alemán y 5 por ciento el yen japonés. Se recalcula el valor del tipo de cambio acuerdo en concordancia con las nuevas ponderaciones de la canasta referencial de monedas, disminuyendo su valor desde 475.92 pesos a 457. Se amplía la banda de flotación del tipo de cambio a ± 12.5 por ciento.
------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Cuadro 1

Año	Tasa de Crecimiento PIB (1)	Tasa de Inflación (2)	Razón Cta. Corriente a PIB (3)	Razón IEP a PIB
1990	3,7%	27,3%	-1,60%	0,63
1991	8,0%	18,7%	-0,03%	0,66
1992	12,3%	12,7%	-2,30%	0,68
1993	7,0%	12,2%	-5,70%	0,72
1994	5,7%	8,9%	-3,10%	0,72
1995	10,6%	8,2%	-2,10%	0,73
1996	7,4%	6,6%	-5,40%	0,80
1997	7,1%	6,0%	-5,20%	0,86

(1) Millones de pesos 1986.

(2) Variación del IPC a diciembre de cada año (base abril de 1989).

(3) Razón dólares.

Cuadro 2

Año	Tasa de Crecimiento PIB (1)	Tasa de Crecimiento Gasto Agregado (2)	Razón Gasto a PIB (precios 1986)	Tipo de Cambio Real	Tasa de Interés Real (3)
1986	5,6%	4,9%	96,9%	100,0	4,13
1987	6,6%	9,8%	99,8%	104,3	4,25
1988	7,3%	7,7%	100,2%	111,2	4,58
1989	10,6%	13,3%	102,6%	108,6	6,77
1990	3,7%	2,9%	101,8%	112,8	9,46
1991	8,0%	6,2%	100,1%	106,4	5,43
1992	12,3%	15,0%	102,6%	97,6	5,25
1993	7,0%	10,8%	106,2%	96,9	6,41
1994	5,7%	5,5%	106,0%	94,2	6,38
1995	10,6%	16,2%	111,3%	88,9	5,85
1996	7,4%	7,9%	111,9%	84,8	6,94
1997	7,1%	9,5%	114,5%	78,3	6,45

(1) Millones de pesos 1986.

(2) Millones de pesos 1986.

(3) Tasa de interés reajutable 90-365 días de captaciones, promedio anual.

Cuadro 3

Balanza de pagos (en millones de dólares)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
I. Cuenta Corriente	-484,6	-98,6	-958,2	-2553,4	-1585,3	-1398,3	-3744,0	-4058,6
II. Cuenta de Capitales	533,0	-291,4	587,8	2585,7	2142,5	1349,4	4276,2	4220,9
1. Inversión Externa Directa (desde el exterior)	653,7	696,8	537,5	600,0	1672,3	2220,1	3561,3	3467,3
(hacia el exterior)	661,2	822,1	935,3	1034,2	2583,0	2977,5	4724,2	5417,0
Inversión de Portafolio	-7,5	-125,3	-397,8	-434,2	-910,7	-757,4	-1162,9	-1949,7
2. Entrada de Capitales de Mediano Plazo	360,8	188,6	458,2	729,8	908,1	35,9	1097,5	2370,0
Pago de Amortizaciones	679,4	-291,2	204,1	522,0	1325,3	-247,2	505,8	3275,9
Desembolsos Privados de Med. y Largo Plazo	-1601,4	-1691,1	-1480,0	-1427,9	-1481,0	-1791,8	-2048,3	-1784,8
Agencias Multilaterales	1581,2	912,5	947,6	1679,9	2549,0	3186,8	5134,5	6017,6
Créditos Oficiales	579,2	480,1	599,9	271,5	240,3	171,5	127,8	105,4
3. Créditos de Corto Plazo	72,8	49,7	78,8	26,2	55,8	47,4	32,0	50,0
Banco Central	1208,3	352,0	1886,4	1291,5	1431,1	401,4	294,4	-1683,3
Sector Público No financiero	4,9	-8,9	-0,6	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Sector Privado	-100,8	-599,6	80,9	-11,5	170,8	103,8	-251,1	227,8
III. Saldo Global	1304,2	960,5	1826,1	1303,8	1260,3	297,8	543,5	-1911,1
Memorandum								
PIB en Millones de dólares	30287,5	32866,7	41660,9	44796,5	51138,7	66585,7	69333,3	78011,5

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 4

Año	Tasa de Crecimiento Promedio M1A (12 meses)	Tasa de Inflación Media (12 Meses)	Tasa Variación Media (12 meses) TCN	Razón Saldo de Balanza de Pagos a Base Monet. (1)
1990	16%	25,9%	14,41%	208
1991	43%	22,0%	14,59%	80
1992	38%	15,5%	3,83%	44
1993	19%	12,7%	11,55%	32
1994	18%	11,5%	4,08%	170
1995	23%	8,2%	-5,53%	52
1996	16%	7,4%	4,01%	45
1997	17%	6,1%	1,71%	110

Cuadro 5

Año	Tasa de Crecimiento PIB	Tasa de Crecimiento Gasto Agregado	Tasa de Crecimiento Gasto Fiscal Neto (1)	Tasa de Crecimiento Gasto Fiscal Corriente	Razón Saldo Fiscal a PIB
1990	3,7%	2,9%	-2,5%	-2,0%	2,8%
1991	8,0%	6,2%	10,3%	9,0%	1,5%
1992	12,3%	15,0%	11,3%	9,6%	2,3%
1993	7,0%	10,8%	9,1%	8,2%	2,0%
1994	5,7%	5,5%	6,0%	4,8%	1,7%
1995	10,6%	16,2%	7,0%	7,5%	2,6%
1996	7,4%	7,9%	9,6%	8,2%	2,3%
1997	7,1%	9,5%	6,2%	6,6%	1,8%

(1) Se refiere al gasto total real menos la inversión financiera y el pago neto de interés.

Cuadro 6

Año	Precio del Dólar (US\$/L)	Cuenta de Capitales (Millones de US\$)	Saldo Balanza de Pagos (Millones de US\$)	FRBC de días %	Tipo de Cambio Operativo (L por US\$)	Crecimiento gasto Agregado %	Crecimiento PIB %	
1994	I	84,50	751,40	405,00	6,50	429,90	2,00	5,00
	II	96,70	592,90	346,80	6,50	423,30	7,80	6,40
	III	111,40	864,40	407,30	6,50	418,30	5,40	5,30
	IV	126,00	2309,40	2035,20	6,2(1)	409,30	6,80	6,20
1995	I	133,20	-336,30	29,20	6,10	409,50	13,10	8,90
	II	131,10	694,70	855,50	6,00	381,70	13,80	10,50
	III	136,10	368,40	75,20	5,60	386,60	16,60	11,50
	IV	131,80	421,40	100,90	6,70	409,30	18,70	11,70

Fuente: Banco Central de Chile.

(1) En octubre se redujo la tasa de 6,5 por ciento a 6,25 por ciento y en noviembre, a 6,1 por ciento.

Cuadro 7

Año	PRBC (90 días)	Libor (90 Días)	IPC (USA)
1990	7,6%	8,28%	5,40%
1991	6,1%	5,98%	4,20%
1992	5,4%	3,83%	3,00%
1993	6,5%	3,30%	3,00%
1994	6,4%	4,73%	2,60%
1995	6,1%	6,04%	2,80%
1996	7,3%	5,51%	2,90%
1997	6,8%	5,74%	2,30%

Fuente: Banco Central de Chile y FMI Estadísticas Financieras Internacionales.

Cuadro 8

Brecha cambiaria

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Enero	4.05	-4.89	-4.93 ¹	-9.64	-7.30	-3.09	-7.13	-8.84 ⁴	-4.16
Febrero	0.70	-4.98	-8.10	-8.44	-6.76	-0.76	-6.60	-9.53	-4.93
Marzo	0.49	-4.40	-8.39	-5.72	-6.03	2.57	-6.74	-10.33	-4.39
Abril	-0.22	-4.12	-8.59	-3.27	-7.39	0.94	-8.38	-10.05	-3.85
Mayo	-1.86	-4.78	-9.17	-2.74	-7.49	-4.93	-9.65	-9.49	-3.82
Junio	-3.30	-4.31	-7.98	-4.41	-8.20	-5.82	-9.73	-9.67	
Julio	-4.68	-4.16	-6.82 ²	-6.06	-7.18	-5.68	-9.46	-10.19	
Agosto	-4.17	-5.01	-4.76	-4.77	-8.03	-6.99	-8.73	-10.96	
Septiem.	-4.04	-4.99	-3.08	-4.84	-9.01	-7.58	-9.34	-10.87	
Octubre	-5.08	-4.98	-5.76	-5.95	-9.65	-5.04	-9.49	-10.91	
Niviem.	-4.68	-4.95	-8.59	-8.36	-9.57 ³	-4.45	-8.35	-9.14	
Diciem.	-4.95	-4.96	-8.99	-7.53	-4.49	-5.95	-9.09	-7.27	

* Fuente: Banco Central de Chile.

1 Se amplía la banda de flotación a ± 10 por ciento. [(TC observado/TC acuerdo)-1] 100.

2 Se introduce canasta de moneda: dólar (50 por ciento), marco (30 por ciento) y yen (29 por ciento).

3 Se reduce en 10 por ciento el tipo de cambio acuerdo. Además se modifica la estructura de ponderación de la canasta de moneda: dólar (45 por ciento), marco (30 por ciento) y yen (25 por ciento).

4 Se recalcula la canasta de moneda: dólar (80 por ciento), marco (15 por ciento) y yen (5 por ciento). Como consecuencia de ello, el tipo de cambio acuerdo peso/dólar se reduce en un 4 por ciento.

*Comentarios de Sergio de la Cuadra**

■ **Sergio de la Cuadra** es Ingeniero Comercial de la Universidad Católica de Chile y M.A. en Economía de la Universidad de Chicago. Actualmente es director de empresas, consultor y socio de FORCAST S.A., empresa que realiza asesorías en proyectos e investigación macroeconómica.

Si bien en su excelente artículo el profesor Rosende nos relata lo que ha sido la política monetaria en los años noventa y destaca qué hizo el Banco Central, no se cuestiona por qué; sólo señala cuán prematuro puede ser analizar su autonomía.

Considero que lo más importante de la experiencia "monetaria" de los últimos diez años es la aplicación práctica de la Ley Orgánica de 1989, la cual le otorga al instituto emisor un tremendo poder discrecional y hace que sea utópica su definición como políticamente independiente.

El Banco Central de Chile es un animal raro, porque es un poder regulador central. No se parece a los bancos centrales de los textos de economía. Es autónomo, pero los consejeros son nombrados por los gobiernos de turno, quienes no permiten la entrada a la oposición. El Banco Central perdió todo su capital y no importa (parece que existen dudas sobre su reposición, porque podría volverlo a perder rápidamente). Como es independiente, sus malos resultados operacionales no se consolidan con los del sector público. Tiene enormes poderes discrecionales que nadie cuestiona. A diferencia de un Banco Central normal que maneja variables nominales, éste opera con variables reales. Por otra parte, no tiene límite para emitir deuda real (su relación deuda/capital es infinita), gran parte de ella la compran las AFP y la pagarán las futuras generaciones. Fija tasas reales de interés; establece impuestos a los inversionistas locales y extranjeros (a éstos últimos les señala cuánto es el máximo riesgo que pueden asumir cuando compran valores chilenos, incluso a los emisores de acciones en el mercado internacional les exige una clasificación mínima de riesgo de deuda). También fija límites a los portafolios de las AFP y considera que los informales pueden operar libremente en el mercado de divisas, pero que los formales están sujetos a regulaciones de cambio que ha renovado todos los años desde su creación. Ello, aún cuando su Ley Orgánica establece que el régimen permanente es de libertad en el mercado de monedas¹.

No cabe dudas que los políticos jamás aceptarían el funcionamiento autónomo de un Banco Central con poder discrecional para endeudarse ilimitadamente, generar déficits cuasi-fiscales significativos, establecer impuestos (encajes), regular los movimientos de capitales, el comercio exterior, etc.

Para que un Banco Central sea técnico y no político, debe funcionar preferentemente sobre la base de reglas y no de discrecionalidad para establecer normas que son propias de una decisión política. Un Banco Central autónomo opera solamente a través del mercado abierto y no se dedica a regular el ámbito financiero y comercial del país, a fin de alcanzar una meta de inflación.

Cuando revisamos la lista de poderes del Banco Central nos queda claro por qué pudo manejar persistentemente una combinación de tasas de interés reales y de tipo de cambio nominal, lo cual le significó perder su capital. Según Rosende: "En 1997 el instituto emisor registró un déficit operacional equivalente a un 2 por ciento del Producto Bruto Interno (PIB)".

Según el Banco Central: "La situación ha derivado en que el patrimonio contabilizado al 30 de junio del presente año se sitúe en una posición negativa de UF 24.3

* **SERGIO DE LA CUADRA**, Av. 11 de septiembre 2353, of. 803, Providencia, Santiago, Chile.
Fax: (562) 234 4195, E-mail: sdcl@ctcreuna.cl

1 Artículo 39, inciso primero: "Toda persona podrá efectuar libremente operaciones de cambios internacionales".

millones", aproximadamente 800 millones de dólares (informe presentado al Senado en septiembre de 1997). De acuerdo al estado de situación que se entregó el 30 de abril de 1998, su patrimonio neto continúa deteriorándose y ha llegado a un valor negativo de 564.397 millones de pesos, lo que equivale a 1.240 millones de dólares.

Sería interesante realizar un ejercicio contra factual a la descripción de la política monetaria que nos hace el profesor Rosende. A continuación entrego algunas ideas para realizar dicho ejercicio.

¿Cómo habría sido la inflación, el tipo de cambio nominal y la tasa de interés real con un Banco Central que no tuviese ninguna similitud con el actual Banco Central Regulador (BCR)?

Propongamos un Banco Central Puro (BCP). En ese escenario, los sueldos de los administradores se fijan en forma variable e inversa a la inflación, tanto para tasas positivas como negativas, y se prohíben los pagos en especies; la selección de los administradores se encarga a un *head-hunter* con experiencia en buscar "CEOs" para las grandes multinacionales; todos los servicios que requiera el banco para su operación son contratados a precios de mercado; tiene un solo activo: títulos de deuda pública o privada que son comprados en libre subasta (no es necesario exigir la clasificación de riesgo BBB+ o superior que actualmente se le impone a los emisores chilenos de bonos en el exterior); no maneja reservas internacionales, labor que corresponde a los agentes privados; si el resultado de la operación arroja pérdidas, los ejecutivos son despedidos automáticamente sin derecho a indemnización; tiene un solo pasivo: billetes y monedas en libre circulación; no realiza operaciones distintas a las descritas; y el señoreaje o utilidades del BCP se reparten aleatoriamente entre instituciones sin fines de lucro que provean servicios de educación.

En ese caso, ¿cómo se habría comportado la inflación, la tasa de interés y el tipo de cambio nominal? Sobre presunciones fundadas en el sentido común podemos discurrir de la siguiente manera: la meta estratégica de los administradores del Banco habría sido alcanzar tasas de inflación en torno al 0 por ciento en el menor tiempo posible, la que seguramente se habría logrado en menos de diez años; las tasas de interés se habrían determinado libremente en un sofisticado mercado de capitales, como sucede hoy en los Países Financieramente Avanzados (PFA), con innumerables alternativas de derivados para hacer *swaps* de tasas, futuros, arbitrajes de tasas y monedas y muchos otros productos financieros. Además, tendríamos un activo mercado de capitales integrado con el mundo a través de las comunicaciones sin haber firmado ningún acuerdo financiero ni promover bolsas *off-shore*; el mercado de monedas ofrecería múltiples alternativas para cobertura de riesgos para beneficio de los inversionistas y de las empresas, las que podrían cubrir sus riesgos de moneda y tasas a un costo muy inferior a lo que actualmente ocurre en un mercado intervenido por un BCR; las tasas de interés fluctuarían, también el tipo de cambio, pero la cobertura de riesgos en mercados eficientes haría mucho más estable el funcionamiento de la economía; y la tasa de interés doméstica arbitrada con el exterior fluctuaría con la tasa internacional y las expectativas de variación en el tipo de cambio. Si nos comportáramos como un PFA, el riesgo país debería tender a cero.

¿Cómo actuó el tipo de cambio real durante el gobierno del BCR? De acuerdo al análisis del profesor Rosende, la política del BCR presionó el tipo de cambio real a la baja. Al respecto argumenta: "la combinación de un cuadro externo más favorable a la economía chilena (y en general a las economías "emergentes") junto con el propósito del instituto emisor de lograr bajas sistemáticas en la inflación, generó un cuadro de tasas de interés substancialmente superiores a las prevalecientes en los principales centros financieros, un fuerte flujo de capitales y una tendencia también sostenida a la baja del

tipo de cambio real". En su artículo, Rosende también precisa que una parte importante de la caída del tipo de cambio real se ha explicado por "la disminución registrada por el ahorro durante el período". O sea, el mecanismo de transmisión habría sido el siguiente: una parte del ingreso de capitales incrementó las reservas del BCR, divisas que compraba en un esfuerzo imposible de defensa del tipo de cambio nominal; y la otra parte financió los déficits en cuenta corriente producto de un menor ahorro. Cada cierto tiempo el BCR pedía un descanso al mercado y ajustaba su regla cambiaria para permitir caídas en el tipo de cambio nominal; asimismo disminuía las presiones inflacionarias, las que se generaban mediante alzas en los precios de los bienes no transables.

¿Cómo se habría comportado el tipo de cambio real bajo la administración de un BCP?

El tipo de cambio real es el resultado de la interacción entre la demanda de financiamiento externo (exceso de inversión sobre ahorro doméstico) y su oferta. Existen argumentos bien fundados para pensar que el tipo de cambio real habría sido mayor en un régimen de BCP. Si bien el BCR encareció la deuda externa mediante el establecimiento de encajes, también la abarató con su política monetaria y cambiaria, la cual creó expectativas de apreciación del peso. Es más importante el hecho que el riesgo de pago con un BCR es menor porque éste actúa como prestamista de última instancia que otorga seguros de *facto* a los acreedores y da lugar a que los bancos nacionales e internacionales aumenten su riesgo en el país; por lo tanto, las posibilidades de sostener excesos de gasto con tipo de cambio real que caen durante largos períodos son mayores con un BCR que con un BCP².

Finalmente me permito no compartir la opinión del profesor Rosende cuando concluye que "esta actitud de las autoridades monetarias ha ido gradualmente configurando un clima de aceptación y reconocimiento hacia la institución de un banco central autónomo, lo cual no ocurría cuando se dio inicio a este esquema institucional a comienzos del decenio". Como ya he mencionado, me parece impracticable que la autonomía de una institución tan poderosa sea aceptada políticamente. Tiene tan poca independencia política que su consejo enmudece frente a una política fiscal expansiva, en circunstancias que se está incubando, desde 1996, un notorio desajuste en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Para convertirnos en un PFA es necesario, entre otras cosas, eliminar la R del BCR.

Comentario de Juan Andrés Fontaine*

Sostiene Rosende, en su acertada descripción de las tareas para superar la inflación durante los años noventa, que el Banco Central ha resultado victorioso por dos razones: el "firme y persistente compromiso" con ese objetivo y la consiguiente construcción de una reputación anti inflacionaria, y la verificación de una progresiva estabilización del Tipo de Cambio "Nominal" (TCN) y la consiguiente caída del Tipo de Cambio "Real" (TCR).

2 El argumento del "moral-hazard" y los seguros de *facto* es analizado con relación a la crisis financiera chilena en los inicios de los años ochenta en de la Cuadra S. y S. Valdés, "Myths and Facts about Financial Liberalization in Chile: 1974-1983"; publicado en Philip L. Brock (ed.) (1992), *If Texas Were Chile?* ICS Press. .
* JUAN ANDRÉS FONTAINE, Fontaine y Paul Consultores Asociados, Santa Lucía 188, piso 6, Santiago, Chile. Fax: (562) 639 1202, E-mail: jalfyp@tmm.cl

■ **Juan Andrés Fontaine**
Talavera es Ingeniero Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Chile, Master en Economía y estudios de doctorado en la Universidad de Chicago. Actualmente es socio de Fontaine y Paul Consultores, director de empresas, profesor asociado del Instituto de Economía de la Universidad Católica de Chile y columnista de los periódicos La Segunda y Capital.

La segunda razón atrae mayor la atención en el artículo de Rosende. En opinión de su autor, la evidencia econométrica disponible sugeriría que es la principal causa de la desinflación en Chile. Para comprender los avances logrados en los años noventa, es necesario conocer los factores que hicieron posibles tan favorable evolución cambiaria. Ellos son dos: el TCR habría estado por sobre el equilibrio a comienzos de los años noventa; lo que generó un "escenario propicio" para "dejar(lo) caer". Y por otra parte, la política monetaria habría generado una significativa diferencia de tasas de interés en favor del peso; lo que estimuló la afluencia de capitales y la declinación del TCR.

El primer factor (la subevaluación inicial del peso) es reconocido en varios estudios. Superada la crisis de la deuda y en medio de una bonanza mundial, el peso debía apreciarse en términos reales. La política del Banco Central utilizó esa afortunada situación para rebajar la inflación. Ello es digno de ser celebrado. Una autoridad no comprometida con la rebaja de la inflación pudo haber explotado la coyuntura para precipitar un fuerte auge del gasto, con serias consecuencias para la estabilidad.

Una vez efectuado ese reconocimiento, debemos preguntarnos si la manera en que se "dejó caer" el TCR fue el adecuado. Bajo un cambio flotante la baja habría sido repentina; bajo cambio fijo, habría transcurrido muy gradualmente por la vía de una inflación algo superior a la externa. El camino que se siguió en Chile fue la revaluación administrada, que le otorgó al proceso la dosis de gradualismo deseada por las autoridades. El artículo de Rosende no aborda con detenimiento este tema, que en mi opinión constituye un rasgo distintivo del proceso. La caída "paulatina" del TCR facilita la caída (también gradual) de la inflación, a la vez que alienta la expansión del gasto y la afluencia masiva de capitales. Es posible que la trayectoria del TCR sea incluso responsable de las altas tasas reales de interés y no a la inversa, como suele creerse. Hay una "no neutralidad" de la política cambiaria que, aunque insinuada en algunos de sus comentarios, Rosende desatiende.

En cambio, es el segundo factor (la relación entre los altos intereses y la apreciación cambiaria) donde Rosende concentra sus energías. Con razón sostiene que el alza de la tasa de interés local por sobre la internacional pertinente induce a la política monetaria a una apreciación excesiva del TCR. Esta es la "no neutralidad" de la política monetaria a la que hace referencia el título de su artículo. Ella es beneficiosa para controlar la inflación, pero es costosa por sus efectos sobre la competitividad y por haber producido el establecimiento de poco eficientes controles de capital y una onerosa acumulación de reservas internacionales.

¿Es la señalada "no neutralidad" monetaria un rasgo general de una política monetaria contractiva o un aspecto específico de su operación en Chile en el período en cuestión? Nuestro autor no es explícito. Sabemos que la restricción monetaria, en presencia de precios rígidos y expectativas desfavorables, siempre se traduce en un alza en las tasas reales de interés. Sabemos que, en una economía abierta, ésto se traduce en una apreciación cambiaria y/o acumulación de reservas internacionales. La evidencia chilena concuerda plenamente con ello.

Si la política monetaria ha exigido un período tan prolongado de tasas de interés altas y peso fuerte (con una política fiscal neutra o sólo moderadamente expansiva) es porque o bien ella no ha gozado de la credibilidad que se le supone (la reputación de "firme y persistente" a que alude artículo) o porque ha incurrido en serias fallas de ejecución.

Rosende apunta más al diseño que a la ejecución. Su argumentación puede interpretarse como una crítica a la administración de la política monetaria por la vía de las tasas de interés. Sostiene que hay evidencia que las variaciones en la tasa de interés afectan poco sobre el gasto real y/o la tasa de inflación y que "es razonable suponer que es a través de los movimientos del tipo de cambio que esta variable (la tasa de interés) verdaderamente importa". ¿Sería distinta la evidencia señalada si la política monetaria se hubiera conducido sobre la base de agregados monetarios?

La forma actual de conducir la política monetaria, que se manifiesta mediante objetivos de tasas reales de interés, se estrenó en 1985 y ha sido mantenida hasta la fecha con pocas variaciones. Rosende supone que hasta 1990 el programa con el FMI le otorgaba a ese procedimiento una finalidad diferente; pero en realidad las metas cuantitativas de dichos programas siempre fueron negociadas con suficiente holgura como para admitir a su interior una administración monetaria autónoma. Entre 1985 y 1988 esa política permitió bajar la inflación desde un 26 por ciento a un 13 por ciento; ello, sin perjuicio de una alza de 22 por ciento en el TCR.

Durante los años noventa, el Banco Central ha dirigido su atención hacia las tasas de interés de plazo más corto (actualmente orienta sus decisiones a estabilizar la tasa interbancaria para operaciones de un día plazo) y ha dejado en libre flotación las tasas de plazos más largos (anteriormente los mercados de títulos a 90 días y, en ocasiones, de plazos superiores a un año eran también intervenidos por la autoridad). Paradojalmente la determinación de la tasa de "instancia monetaria" (como ahora se la denomina) se ha vuelto más solemne y menos flexible.

La evidencia anecdótica de Chile y el mundo sugiere que la política monetaria (vía agregados o tasas de interés son dos caras de la misma moneda) ejerce una influencia determinante en los ciclos de gasto, el producto y la inflación. Rosende alude a ella cuando se refiere a la expansión de 1995 (también pudo referirse a la de 1997). La investigación econométrica no ha corroborado exitosamente estas observaciones, sin embargo, una importante excepción son los trabajos de Eyzaguirre y Rojas (1995) y Valdés (1998) citados por el autor. En mi opinión Valdés es concluyente acerca del impacto de las tasas de interés sobre las desviaciones de la inflación respecto de una tendencia declinante. Quizás esta falla habla más de las limitaciones de las técnicas aplicadas que de una realidad ampliamente percibida por autoridades y agentes económicos en Chile y el resto del mundo.

Recapitulo. Como señala Rosende, la política antiinflacionaria chilena aprovechó hábilmente la coyuntura favorable que le proporcionó la caída del TCR y se valió de una política monetaria contractiva (ejecutada apuntando a las tasas reales de interés) para mantener en línea el gasto real e impulsar una persistente caída de la inflación salarial y de bienes no transables. Pero, en el proceso, las tasas reales de interés se mantuvieron excesivamente altas, lo que ocasionó la "no neutralidad" detectada por Rosende (sobreevaluación del peso, costosa acumulación de reservas internacionales). ¿Era posible evitar o aminorar esos costos laterales? He allí un área fructífera para futuras indagaciones.

*Comentario de Felipe Morandé **

A los economistas nos gusta ilustrar la tarea de hacer política económica comparándola con la labor de un médico cuando implementa un tratamiento en un paciente con algún problema de salud. He aquí que el paciente, un joven adolescente que tuvo serios problemas en su niñez, presenta un cuadro esencialmente sano y vigoroso, pero también un estado febril moderado. El médico tratante sabe que esas líneas de fiebre no corresponden a la seria infección que afectó al paciente por mucho tiempo, cuando era niño, puesto que ella ya fue eliminada. Más bien, se debe a que su organismo tiende a descompensarse de tanto en tanto, lo que, por problemas congénitos, derivan en esta fiebre moderada, pero rebelde. El médico tratante y sus colegas saben de la necesidad de bajar la temperatura del paciente hasta niveles normales, aunque varios temen que la mayoría de los tratamientos posibles harían padecer grandes molestias al paciente y retrasarían su crecimiento. Algunos, incluso, proponen que el joven siga teniendo algo de fiebre con tal de no interrumpir en ningún momento su crecimiento. El médico tratante, en cambio, piensa que es fundamental bajar la fiebre como un requisito para que el crecimiento de ese joven sea sólido y no se distorsione. Más aún, cree que, de no bajar la temperatura definitivamente a niveles normales, se puede crear a mediano plazo un cuadro de mayor fiebre y graves problemas de salud. Así las cosas, implementa un tratamiento con medicamentos en dosis moderadas para reducir gradual pero firmemente la fiebre y causar el mínimo de efectos laterales negativos. Como resultado, después de un tiempo la fiebre ha casi desaparecido, el joven crece con aún más vigor que antes y prácticamente no sufre malestares. En lo fundamental, el tratamiento ha sido exitoso.

La analogía con los desarrollos macroeconómicos en el presente decenio en nuestro país es evidente. Francisco Rosende parte reconociendo, en su artículo, que el programa de reducción de la inflación ha sido exitoso en su doble dimensión de acercar la inflación a niveles de países industriales y de mantener un ritmo de crecimiento promedio muy alto (junto a tasas de desempleo muy reducidas). En otras palabras, mirado el decenio en su conjunto, la "razón de sacrificio" entre inflación y crecimiento de la que habla la literatura ha sido prácticamente nula. Pero este "médico" independiente que es Rosende, nos hace ver también que la reducción de la inflación (la "fiebre") no ha sido por las razones que explica el Banco Central (o médico tratante), sino por otras que la autoridad monetaria no gusta de reconocer. Tales razones alternativas son una apreciación real del peso y algo de suerte para que esa apreciación no haya provocado hasta ahora problemas mayores.

Hago esta larga reflexión inicial para poner la crítica de Rosende en su justa perceptiva. No hay un cuestionamiento al éxito del programa en cuanto a sus objetivos esenciales. Esto es, sin duda, lo más relevante de todo. Sólo hay una advertencia en el sentido que el efecto colateral, caída en el tipo de cambio real, fue parte integral y deliberada del tratamiento y que podría ser un problema más serio hacia futuro. Aunque hay varias razones para restarle dramatismo a dicha advertencia, las que expondré a continuación, tomemos la crítica como un proceso necesario para que el médico tratante, ahora que prácticamente casi consiguió el objetivo trazado, revise el tratamiento y lo modifique si fuera conveniente y según lo exijan las circunstancias (como, por ejemplo, la crisis asiática).

■ *Felipe Morandé es Ph.D. en Economía de la Universidad de Minnesota, e Ingeniero Comercial y Magister en Economía de la Universidad Católica de Chile. Actualmente es Gerente de la División de Estudios y Economista Jefe del Banco Central de Chile, además, de profesor del Programa de postgrado de Economía de IADES/ Georgetown University.*

* FELIPE MORANDÉ, Banco Central de Chile, Agustinas 1180, Santiago, Chile.
Fax: (562) 670 2836, E-mail: fmorande@condor.bcentral.cl

¿Por qué los argumentos de Rosende no son empíricamente muy robustos?

1. En su esfuerzo por reducir gradual y sistemáticamente la inflación, el Banco Central ha usado activamente su política monetaria. El vínculo entre la política monetaria y la inflación se establece a través de las eventuales presiones inflacionarias que se derivan de los cambios en la brecha entre la demanda interna y el producto potencial. Así, la tasa de interés se ha elevado en respuesta a crecimientos de la demanda interna muy por sobre el crecimiento de la actividad económica, y se ha bajado cuando la demanda interna muestra un comportamiento más moderado. Rosende argumenta que el mecanismo de transmisión entre la política monetaria y la inflación más relevante es otro, cual es, que los cambios en las tasas de interés afectan el valor del tipo de cambio nominal y, por esa vía, la evolución de los precios internos. En principio, ambos mecanismos de transmisión pueden estar presentes en forma simultánea¹; pero, ¿cuál de los dos ha sido más relevante desde un punto de vista empírico? El autor no presenta evidencia propia apoyando su hipótesis. Por otro lado, los trabajos de Eyzaguirre y Rojas (1996) y Valdés (1997), por nombrar los más recientes, revelan que desde fines de los años ochenta y hasta el presente: primero, no existe una relación robusta entre el tipo de cambio nominal y la tasa de interés en Chile; segundo, la tasa de interés de corto plazo afecta significativamente el crecimiento del gasto (1 por ciento más de tasa puede provocar una caída de hasta 1,5 por ciento de ese crecimiento) o la brecha entre crecimiento del gasto y de la actividad económica (en una relación de 1 a -1.6). Y tercero, cambios en la tasa de interés de corto plazo también afectan la inflación, aunque en menor medida que al crecimiento del gasto (Eyzaguirre y Rojas) o lo hacen indirectamente a través de la brecha entre inflación efectiva e inflación meta (Valdés).

Mi conclusión personal de esta evidencia es que, sin desconocer que el mecanismo de transmisión cambiaria pudiera haber operado, parece haber sido más relevante el mecanismo de transmisión por la vía del gasto o demanda agregada.

2. Rosende también argumenta que la caída en casi un 30 por ciento del tipo de cambio real desde 1990 es en parte importante resultado de una política monetaria que ha tendido a tasas de interés altas con relación al resto del mundo, atrayendo flujos de capitales que no ha sido posible contener con restricciones a esos inlujos como el encaje. Aquí de nuevo hay un problema de pesos relativos. En primer término, es indudable que una porción significativa de esa apreciación cambiaria ha correspondido a cambios en una dirección positiva de variables fundamentales, tales como crecimientos en productividad (el "efecto Balassa-Samuelson" lo hemos estimado en el BC algo por debajo de 1 por ciento al año)², un mejor y más amplio acceso a financiamiento externo a costos reducidos de parte del sector privado nacional, y la presencia de "factores de empuje" de los flujos (básicamente, la reducción de las tasas de interés internacionales). También es indudable que, a principios del decenio, el peso estaba cerca de un 10 por ciento subvaluado en términos reales (así lo indica, por ejemplo, un trabajo reciente del Banco Mundial, Broner *et al.*: 1997), por lo que la apreciación subsecuente corrige esa subvaluación inicial. Por último, las tasas de interés

1 Así como otros, por ejemplo, política monetaria —restricción de crédito— demanda interna.

2 Al respecto, véase Délano y Valdés (1998).

internas "altas" en el período pueden también ser vistas como parte de un equilibrio donde claramente la brecha entre la inversión, que crece vertiginosamente, y el ahorro interno, que se estanca, tiende a aumentar durante estos años. Este fenómeno no se puede atribuir a la combinación de las políticas monetaria y cambiaria.

3. Rosende plantea que el incremento en el déficit de la cuenta corriente con el correr del decenio es una muestra que el TCR estaría fuera de equilibrio. A este respecto, vale la pena consignar que, más allá de la importancia que revisten las variaciones en los términos de intercambio, la composición de los pasivos externos del país, entre deuda externa e inversión extranjera, es también un elemento muy relevante a tener en cuenta. En la actualidad, el *stock* de inversión extranjera en Chile supera al *stock* de deuda externa, a la inversa de lo que ocurría en 1990. Esto es una buena noticia desde una perspectiva de vulnerabilidad externa porque todos sabemos que la inversión extranjera tiende a ser menos volátil que diversas formas de deuda externa. Sin embargo, también es cierto que exige un mayor retorno, lo cual se reflejará en una tendencia hacia un mayor déficit en la cuenta corriente, *ceteris paribus*. Eso ha estado ocurriendo en Chile en los últimos años (notoriamente desde que se usa la nueva metodología de cálculo de ese déficit), al punto que en 1997, el 82 por ciento de los pagos a factores externos correspondieron a utilidades devengadas de la inversión extranjera. Esto, no obstante, no implica que un nivel del déficit de la cuenta corriente como el observado en 1997 sea insostenible. En efecto, en un trabajo realizado para el FMI, Milesi-Ferreti (1998) concluye que, por la razón mencionada, los niveles observados en el déficit de la cuenta corriente en los últimos dos años son perfectamente sustentables para la economía chilena.
4. En su esfuerzo por enfatizar su hipótesis de la importancia de la apreciación real del peso en la reducción de la inflación, Rosende minimiza el rol que ha jugado, en este mismo proceso, el anclaje de las expectativas de inflación a partir de una administración monetaria orientada a cumplir de año en año con metas precisas de inflación. Existe en la actualidad bastante evidencia empírica que avala la importancia de dicho procedimiento en el caso chileno, como la presentada en Morandé y Schmidt-Hebbel (1997) y más recientemente, en Corbo (1998). Este último trabajo, además, compara econométricamente la importancia relativa del uso de metas con la de la apreciación real del peso en el período y con la del crecimiento en la productividad laboral, para concluir que "la credibilidad (...) de la nueva política operando a través de la formación de expectativas de inflación, ha sido el factor más importante detrás del éxito en reducir la tasa de inflación"³. En nuestro trabajo conjunto con Schmidt-Hebbel, a partir de una metodología de VARs, encontramos una serie de resultados que reafirman lo anterior. Por ejemplo, en el actual decenio hay claramente una tendencia a la baja en todas las variables nominales, particularmente la inflación, a diferencia de la segunda mitad de los años ochenta en que no existía tal tendencia y la inflación era esencialmente volátil. Asimismo, la inercia inflacionaria decae notoriamente en los años noventa, a pesar que permanecen altos grados de indización respecto de la inflación pasada. Finalmente, el efecto dinámico de la meta de inflación sobre la inflación efectiva es significativo y duradero. Sin embargo, nosotros reconocemos

3 Traducción propia de un párrafo en las conclusiones.

que el éxito de la política monetaria orientada a conseguir que la inflación se ajuste a las metas (declinantes) que se fijan anualmente se debe a la combinación de tres condiciones. Primero, que el Banco Central sea autónomo en fijar la meta y administrar sus políticas con el fin de lograrla; segundo, que las metas de inflación se fijan en niveles "realistas", lo que significa una reducción anual clara pero gradual. Y tercero, que el Banco Central le dé prioridad a su objetivo de avanzar en la reducción de la inflación hacia estándares internacionales, frente a otros objetivos presentes en la década de los ochenta, como por ejemplo, mantener o incrementar el tipo de cambio real. Este último elemento ha significado en el pasado ajustes en la política cambiaria cuando ésta ha sido claramente inconsistente con la meta de inflación, pero se ha hecho en un contexto en que no se ha puesto en peligro el equilibrio externo de la economía, en cuanto a que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se ha mantenido dentro de límites prudentes.

Los desafíos de política

Cuando un tratamiento ha sido exitoso en lo esencial y no ha provocado ninguna otra enfermedad seria, es bastante ocioso preguntarse qué habría pasado si se hubiera aplicado un tratamiento alternativo. En economía, además, los ejercicios contrafactuales contienen demasiados supuestos de trabajo y reacciones hipotéticas, difíciles de probar. De manera que demos por sentado que lo que Rosende nos plantea es una agenda para mirar hacia adelante. El esquema de política monetaria usado en Chile en la actualidad ha sido apropiado hasta ahora si se consideran algunos factores estructurales de la economía que han hecho más compleja (o directamente inconveniente) la adopción de políticas alternativas. Entre éstos cabe destacar el grado de desarrollo del mercado de capitales doméstico, el nivel de apertura financiera que tiene Chile, el uso de cláusulas indizatorias en la formulación de contratos, la calidad y tamaño del *stock* de capital acumulado y los niveles de inflación que hemos tenido. Sin embargo, en la medida que estas condiciones vayan cambiando, es necesario ir adecuando y perfeccionando la manera en que se realiza política monetaria.

Por diseño, la experiencia chilena de los años noventa es una de transición hacia un nuevo Estado estacionario de inflación baja y estable y de una completa integración financiera con el exterior. La tarea de los próximos años es completar dicha transición, lo que requiere mantener la disciplina y la convicción por el control antiinflacionario que ha demostrado el Banco Central durante estos años. Una dimensión clave en la convergencia es la oportunidad de modificación de las distintas regulaciones de la cuenta de capitales, las cuales han ido disminuyendo paulatinamente en los últimos años. Recientemente se redujo la tasa de encaje a los inlfijos de capitales (por su primer año de estadía) a cero y se está trabajando aceleradamente en la modernización de las normas que rigen las operaciones con derivados de monedas y tasas de interés para permitir una mayor profundidad de esos mercados y el perfeccionamiento de mecanismos de cobertura de riesgos para el sector privado.

La consolidación de un mercado de capitales completamente integrado al mundo en un futuro cercano desafía el diseño y el manejo de la política monetaria, justamente en la dirección de lo que plantea Rosende. En otras palabras, nos acercamos a un contexto en que el mecanismo de transmisión cambiario de la política monetaria adquiere, ahora sí, una relevancia mayor. Esto ciertamente obligará al Banco Central a considerar crecientemente la situación del tipo de cambio a la hora de evaluar cambios en su política monetaria, tal vez en la línea de lo que hoy se observa en Canadá y Nueva Zelandia. Para

mayor abundamiento, la experiencia reciente en Chile, en enero y junio de este año cuando el Banco Central suspendió transitoriamente su política monetaria sobre la base de una tasa de instancia y las tasas de interés de corto plazo subieron para evitar alzas bruscas en el tipo de cambio, revela que ya ha habido cambios de política importantes, al menos en situaciones de emergencia.

La transición también implica una discusión a fondo de la tasa de inflación a la que queremos llegar. Hasta ahora se ha considerado una meta de inflación de largo plazo de 3 por ciento por año, sobre la base, por un lado, de la existencia de sesgos de medición y de otro lado, por la vigencia de fricciones nominales que hacen aconsejable una pequeña inflación. Sin embargo, para legitimar el mantenimiento de la inflación a niveles como los de las economías desarrolladas, es necesario que la sociedad discuta el nivel de inflación que quiere y esté convencida de los beneficios que acarrea su control.

En cuanto al perfeccionamiento de otros procedimientos, tales como la forma en que se fijan las metas de inflación o la manera en que se informa o comunica al público los fundamentos de las decisiones de política macro, también es importante diferenciar lo que ha sido la transición desde una inflación por sobre 20 por ciento en 1990, hacia las tasas actuales de lo que sería un estado de régimen en que la inflación se mueve en torno al 3 por ciento anual ya comentado. En este último caso, próximo en el tiempo, es recomendable evaluar algunos cambios en la formulación de la meta de inflación. Algunas innovaciones a considerar (aunque no necesariamente a adoptar) son la formulación de metas con un horizonte mayor a un año, una redefinición del indicador de inflación apropiado y la utilización de un rango para la meta de inflación.

En el caso de la información al público, un instrumento muy efectivo es un informe regular de inflación, como sucede en los casos de Australia, Canadá, Reino Unido, Suecia y otros países que han adoptado el esquema de metas de inflación.

En fin, el paciente está casi sano de su problema. Ahora debemos mantenerlo así, considerando que ha crecido y que los mismos médicos han (hemos) aprendido de la exitosa experiencia del actual decenio.

Referencias Bibliográficas

- Broner E., N. Loayza y J. H. López (1997), "Misalignment and Fundamentals: Equilibrium Exchange Rates", en *Seven Latin American Countries*, mimeo. The World Bank.
- Corbo, V. (1998), "Reducing Inflation: The Chilean Experience", mimeo. Santiago: Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Déllano, V. y R. Valdés (1998), "Productividad y Tipo de Cambio Real de Largo Plazo", mimeo. Banco Central de Chile.
- Eyzaguirre, N. y Rojas, P. (1996), "Restricciones al Flujo de Capitales y Política Macroeconómica: El Caso Chileno", mimeo. Banco Central de Chile.
- Milesi-Ferreti, G. M. (1998), "External Sustainability: A Study of Chile", mimeo. IMF.
- Morandé, E. y Schmidt-Hebbel, K. (1997), "Inflation Targets and Indexation in Chile", mimeo. Banco Central de Chile.
- Valdés, R. (1997), "Transmisión de la Política Monetaria en Chile", *Documento de Trabajo* 16. Banco Central de Chile.

Respuesta de Francisco Rosende

No obstante que la descripción del manejo monetario realizado en Chile durante los noventa (hasta 1997 para ser preciso) requiere entrar en numerosos detalles para situar el contexto del análisis y mencionar los hitos de política más destacados, me parece que las conclusiones de este trabajo son relativamente directas, y espero haberlas expuesto con claridad.

1. Durante el período el Banco Central logró importantes progresos en el control de la inflación. A este resultado parece haber contribuido la credibilidad del público en los compromisos que, de año en año, fue asumiendo el propio instituto emisor en esta materia. Un indicador de esta credibilidad es la alta tasa de crecimiento del producto registrada en el período, en un contexto de inflación declinante.
2. En los logros alcanzados en materia inflacionaria jugó un papel determinante la fuerte declinación experimentada por la tasa de crecimiento del tipo de cambio nominal en el período. Como señalo en mi artículo, esta fue de un 1,1 por ciento promedio anual.
3. La utilización de un esquema de tipo de cambio semifijo, habría contribuido al fuerte crecimiento experimentado por el gasto agregado en el período como porcentaje del producto, y en consecuencia a la caída del tipo de cambio real. No obstante las sugerencias del Editor en orden a evitar tecnicismos, me permito señalar que esta experiencia de política económica chilena representa otra ilustración de la validez de "la crítica de Walters"¹. En términos simples, la expectativa de variación esperada del tipo de cambio real (por simplicidad la relación entre el dólar y la UF) es un determinante básico del interés de los residentes por ingresar capitales externos. Si existe tipo de cambio fijo o semifijo, los movimientos del tipo de cambio real (dólares/UF) son "suaves", luego si dicha variable está cayendo en un período de expansión de crédito, es poco probable que suba en forma imprevista, lo que estimula el ciclo de crédito y entrada de capitales.
4. Los intentos del Banco Central por llevar a cabo una política monetaria independiente en un contexto de tipo de cambio semifijo, originaron una persistente presión sobre la política cambiaria, lo que se tradujo en periódicas revisiones de ésta, junto con regulaciones al movimiento de capitales.

En los comentarios al trabajo no me parece se cuestionen los puntos mencionados, con la excepción del escepticismo que expresa Morandé con respecto al rol que habría jugado el tipo de cambio nominal en la caída de la inflación. A su juicio, el determinante clave de este resultado sería la evolución de las expectativas inflacionarias.

Antes de mencionar otros aspectos de los comentarios, me parece importante considerar éste, por cuanto es central dentro del análisis. Un camino de respuesta al comentario de Morandé sería mencionar la existencia de estudios econométricos en los que se encuentra una relación estadística significativa entre los movimientos del tipo de

1 Un análisis de ésta se encuentra en F. Rosende (1992), "Política cambiaria y estabilidad económica", *Estudios Públicos* 48.

cambio y la inflación². También cabría mencionar que el trabajo de Valdés, que se utiliza para avalar el argumento expuesto, no evalúa directamente los determinantes de la inflación; se refiere a la "brecha de inflación" como variable dependiente, y en el análisis de ésta considera el tipo de cambio real y no el nominal.

Un segundo camino de argumentación descansa en elementos conceptuales y no econométricos. Al respecto cabe plantearse interrogantes del siguiente tipo: ¿Es concebible pensar que en una economía abierta como la chilena los movimientos del tipo de cambio nominal no jueguen un rol determinante en explicar la trayectoria de los precios domésticos? ¿Han ocurrido en el período bajo análisis impactos reales tan importantes como para explicar que la desaceleración experimentada por la tasa de inflación de los bienes transables no se traslade a la inflación doméstica? Creo que la respuesta a ambas interrogantes es negativa. En lo que se refiere a la primera pregunta me baso en consideraciones teóricas elementales. En cuanto a la segunda, el propio Morandé argumenta que en el período el tipo de cambio real habría observado una caída anual del orden de 1 por ciento como consecuencia de ganancias de productividad en el sector transable con respecto al no transable. Sin embargo, la caída efectiva del TCR en el período supera en más tres veces dicha estimación.

Finalmente, no me parece teóricamente defendible sostener que la caída de la inflación se explica por "factores de expectativas", por cuanto en definitiva esas expectativas responden al manejo de política contemporánea que realizan las autoridades y la proyección hacia adelante de estas que hacen los individuos. Así, volvemos a la pregunta original: ¿Qué variable logró contener las expectativas inflacionarias? Mi respuesta es la caída en el ritmo de devaluación y la expectativa de que este continuará controlado. En otras palabras, la respuesta teórica a los movimientos de tendencia de la inflación es otra variable nominal (dinero o tipo de cambio nominal). Dado el esquema de tipo de cambio semifijo vigente en Chile, me parece que existen razones conceptuales y empíricas para sostener que esta variable es la tasa de devaluación.

Tanto Fontaine como Morandé defienden la relación empírica entre los movimientos de la tasa de interés real y el gasto. Más atin, Fontaine afirma: "La evidencia anecdótica, de Chile y el mundo, sugiere que la política monetaria (vía agregados o tasas de interés, son las dos caras de la misma moneda) ejerce influencia determinante en los ciclos de gasto, el producto y la inflación".

Al igual que en el caso anterior, me parece que corresponde realizar tanto referencias de índole econométrica como conceptual. En primer lugar, se menciona el estudio de Eyzaguirre y Rojas, el cual efectivamente encuentra una relación entre los movimientos de la tasa de interés del Banco Central y el gasto agregado real. Sin embargo esta relación es débil³. Otros estudios también han encontrada una escasa relación entre ambas variables. En alguna medida este hallazgo es un puzzle, sin embargo presumo que la explicación se encuentra en el hecho de que durante gran parte del período la tasa de

2 Véase por ejemplo, R. Martner, D. Titelman y A. Uthoff, "Componentes Internos y Externos de la Inflación en Chile: Un Enfoque de Cointegración"; y P. Rojas, F. Rosende y R. Vergara, "Dinámica de la Inflación en Chile: Elementos Para el Análisis" en F. Morandé y F. Rosende (eds.) *Análisis Empírico de la Inflación en Chile*. Instituto de Economía P.U.C./Iades-Georgetown.

3 En términos técnicos, la solución de un modelo en función de las expectativas del público de una cierta variable no es satisfactorio, en tanto la "solución cerrada" o de "expectativas racionales" del modelo requiere resolver dicha expectativa en función de las variables que la determinan.

4 De acuerdo con este estudio un aumento en la tasa de interés de 100 puntos base reduce al cabo de 10 meses la tasa de crecimiento del gasto agregado real en un punto porcentual.

interés doméstica no fue relevante para numerosas empresas que pudieron acceder directamente a recursos externos, vía emisión de ADRs, bonos y créditos. Por otro lado, los movimientos esperados del tipo de cambio real parecen haber jugado un rol determinante de los movimientos del gasto y el producto en el período en consideración. Así se explica como para un mismo nivel de la tasa de interés básica de política monetaria nos encontramos con períodos de contracción del ritmo de crecimiento del gasto y el producto, y más tarde de fuerte expansión en dichas variables⁵. Finalmente, no puede olvidarse dentro de este análisis que dado la regla de política monetaria utilizada por el Banco Central en el período analizado, los movimientos de tasas de interés respondieron a cambios en el entorno económico, y muy especialmente a variaciones en los términos de intercambio. Así, una vez que se controla por ello, no es tan sorprendente encontrar una débil relación entre los movimientos de la tasa de interés y el gasto agregado.

No obstante, más que el uso de la tasa de interés como herramienta de política, me parece más llamativo y cuestionable, dentro del episodio en análisis, el uso del crecimiento del gasto agregado con respecto al crecimiento del producto como objetivo intermedio de la política monetaria. Por un lado, se trata de variables reales, cuya relación teórica con la inflación no es en absoluto clara. Por el otro, el Banco Central se ha preocupado por la tasa de crecimiento de ambas variables (gasto y producto), sin una aparente preocupación por los niveles de estas, considerando que en el período la relación (gasto agregado real/producto real) creció en 12 puntos. Como consecuencia de ello la cuenta corriente de la balanza de pagos alcanzó un déficit del orden del 6 por ciento del PIB, evaluado a los términos de intercambio de tendencia⁶. Todo ello en un contexto de inflación declinante.

Por último, no puedo compartir el juicio de J. A. Fontaine en cuanto a que el manejo de la política monetaria vía agregados a tasas de interés "son dos caras de la misma moneda". Al menos en Chile no lo ha sido en el período en cuestión, considerando la significativa volatilidad registrada por los agregados monetarios en el período, la que es difícil de explicar en un esquema de política de cantidad de dinero y no de tasas de interés⁷.

En el comentario de Felipe Morandé se me imputa aseveraciones como que: la caída experimentada por el TCR en el período habría sido "deliberada", o que "el TCR estaría fuera de equilibrio" al cabo de éste. No he sostenido ni lo uno ni lo otro. De hecho se sostiene en el artículo que la caída experimentada por el TCR en el período fue de "equilibrio" en el sentido de responder al crecimiento de la razón gasto/producto, en un contexto de inflación declinante y alto crecimiento en la actividad. Lo que no es sostenible, a mi juicio, en precisamente el nivel alcanzado por el cociente gasto/producto, por cuanto requiere de un nivel relativamente elevado de los términos de intercambio, de acuerdo con la historia de los últimos dos decenios, para llevar el nivel del déficit en cuenta corriente (como por ciento del PIB) a niveles cercanos al objetivo de las autoridades.

5 Por ejemplo, entre primer trimestre de 1993 y el tercero de 1994, la tasa de interés básica del Banco Central, la tasa real de su deuda a 90 días (PRBC), se mantuvo constante en 6,5 por ciento equivalente anual. Durante el primer año, el ritmo de crecimiento del producto se desaceleró marcadamente, al pasar de 8,3 por ciento en el primer trimestre a 4,7 por ciento el cuarto. Sin embargo, como consecuencia del mejoramiento de los términos de intercambio la tasa de crecimiento se recuperó en 1994, para terminar en 6,2 por ciento en el cuarto trimestre de 1994. En lo que se refiere al TCR, observó un crecimiento de 0,4 por ciento (diciembre/diciembre) en 1993, y posteriormente una caída de 5,2 por ciento en 1994. agregado es claramente pertinente aquí.

6 Promedio de esta variable en los diez años terminados en 1997.

7 La clásica discusión con respecto a la estabilidad relativa de la demanda de dinero con respecto al gasto.

Por otro lado, si bien la caída del TCR puede no haber sido deliberada, en lo personal no creo que lo haya sido, mi hipótesis es que esta fue determinada esencialmente por la regla cambiaria imperante en el período, y los desincentivos tributarios al ahorro que se originaron en la reforma tributaria de 1990. Estoy consciente que la validación de cada una de estos planteamientos requiere de un análisis econométrico *ad-hoc*, por lo que en ese aspecto estoy indudablemente en deuda. Sin embargo, en lo relacionado con la relación entre la política cambiaria y la evolución del TCR, la principal no-neutralidad, me parece que la evidencia disponible en la profesión es sólida⁸. En lo que se refiere a la influencia de la política fiscal sobre el ahorro en Chile, mi conjetura es más especulativa (intuitiva), y se basa fuertemente en el análisis que realiza Büchi de la política fiscal implementada en Chile en la segunda mitad de los años ochenta.

8 Por ejemplo, véase M. Mussa, "Nominal exchange rate regimes and the behavior of the real exchange rate", en K. Brunner y A.H. Meltzer (eds.) *Real business cycles, real exchange rates and actual policies*. New York: North-Holland, 117-213.