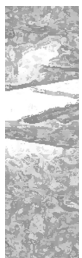




Capítulo 10

Banco Central Autónomo: En Pos de la Estabilidad

JUAN ANDRÉS FONTAINE T.



JUAN ANDRÉS FONTAINE T. Licenciado en Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile. M.A. en Economía, Universidad de Chicago. Consultor Internacional e Investigador Asociado del Centro de Estudios Públicos. Email: jaffyp@tmm.cl

Se agradecen los comentarios de Andrés Bianchi, Jorge Cauas, José de Gregorio, Patricio Rojas, Rodrigo Vergara y Roberto Zahler, cuya paciente revisión de versiones preliminares contribuyó a corregir innumerables imprecisiones y errores. Por cierto, las opiniones aquí vertidas son personales y en nada comprometen a los nombrados.

A poco menos de diez años de la instauración de la autonomía del Banco Central en Chile (BCC), el presente artículo hace un recuento de la gestación del proyecto y una evaluación preliminar de su puesta en práctica hasta 1997¹.

La génesis del proyecto y su concreción en la Ley N° 18.840, de 1989, es tratada en la sección I. Nos concentramos luego —sección II— en la labor desempeñada por la nueva institución en relación con su objetivo principal, la estabilización del nivel de precios, refiriéndonos específicamente a la administración de la política monetaria. La sección III aborda la política cambiaria del BCC y su activo rol en el control de los movimientos de capital. La sección IV se refiere al funcionamiento de la nueva institucionalidad, aludiendo a temas tales como la coordinación entre el BCC y el gobierno, su transparencia y responsabilidad pública, y haciendo particular mención del problema patrimonial de la entidad. La sección V sintetiza las conclusiones.

Como ocurre con la generalidad de las reformas que en los 70 y 80 transformaron a la economía chilena, la idea de la independencia del BCC es recibida inicialmente con incomprensión y despierta resistencia. La experiencia es pionera entre las economías en desarrollo y cuenta entonces con poquísimos modelos en el mundo desarrollado. Con el tiempo, sin embargo, parece haberse ganado la confianza en amplios sectores del país. A nivel internacional, los ejemplos de bancos centrales independientes se han multiplicado.

La mayor aceptación de que hoy goza la autonomía del BCC sugiere que su diseño institucional ha funcionado bien. Específicamente, los resultados de su gestión en pos de la estabilidad de precios no pueden sino evaluarse positivamente. Sin embargo, la persistente apreciación real del peso y cierto zigzagüe en la conducción monetaria abren interrogantes acerca de la perdurabilidad de los avances logrados y la determinación para sostenerlos en condiciones menos favorables. Por otra parte, la inesperada discrecionalidad observada en el control de los cambios internacionales y las abultadas pérdidas a futuro patrimoniales en que incurrió el Banco pueden menoscabar la autonomía de la institución y deben, por tanto, ser corregidas.

I. EL PROYECTO

Aunque el BCC autónomo vio la luz el 8 de diciembre de 1989, la preparación del proyecto proviene de mucho antes. Los pasos iniciales se encuentran en el ordenamiento de las funciones de ese banco desde 1975 en adelante. En dicho año se puso en marcha un riguroso programa de ajuste que puso fin a nuestro crónico déficit fiscal, el cual era financiado en forma automática por el institu-

¹ El presente trabajo fue preparado a fines de 1998 y por tanto no contiene un análisis completo del comportamiento del BCC durante la crisis financiera internacional de dicho año.

to emisor. Adicionalmente, dio comienzo a la racionalización de las múltiples líneas crediticias con las que éste apoyaba al sector privado². El ordenamiento de estas funciones hizo posible la reforma de la ley orgánica del BCC de 1975, la cual le prohibió la concesión de nuevo financiamiento tanto al sector público como al sector privado no financiero. La desvinculación del BCC del financiamiento fiscal y del otorgamiento indiscriminado de créditos al sector privado le permitió concentrarse en su función propia, la estabilidad macroeconómica y financiera. En el terreno de la dependencia, sin embargo, la referida reforma confirmó su subordinación al gobierno, al establecer al Consejo Monetario —conformado por ministros y otras autoridades de designación presidencial— como su órgano superior.

El siguiente paso lo dio la nueva Constitución Política, en 1980. Ella establece que el BCC será “un organismo autónomo con patrimonio propio, de carácter técnico” (art. 97º), pero deja a una ley orgánica constitucional la misión de precisar las connotaciones que deba asumir esa autonomía, así como sus funciones y atribuciones³. Desde luego, esta amplitud abría un ancho rango de opciones, desde la autonomía puramente presupuestaria a la de orientación y ejecución que finalmente se adoptó.

La Constitución establece, además, que las operaciones del BCC han de realizarse sólo con instituciones financieras y que “ningún gasto público o préstamo podrá financiarse con créditos directos o indirectos del Banco Central”, salvo en caso de guerra (art. 98º). Así puso fin a una antigua práctica chilena, causa directa de nuestra larga historia inflacionaria. Anulado su acceso fácil a la emisión de dinero, el sector público debe buscar financiamiento en el mercado de capitales y pagar por el crédito tasas de interés competitivas.

No debe pensarse, sin embargo, que por sí sola esa restricción elimina absolutamente el financiamiento fiscal inflacionario. Por una parte, un banco central dócil siempre puede, por medio de su política monetaria, alimentar al mercado de capitales con la liquidez necesaria para atender las demandas del fisco. Por otra parte, puede, a través de operaciones crediticias o cambiarias, asumir funciones cuasifiscales, transfiriendo subsidios⁴. Aunque esto le ocasionaría inevitablemente pérdidas, ellas pueden ser compensadas con aportes de capital por parte del fisco, otorgados, por ejemplo, en títulos de deuda pública. Financieramente, esto es equivalente al otorgamiento de crédito por parte del banco al fisco.

² Para una descripción de estas medidas en el contexto de la fundación de un mercado de capitales libre, ver Fontaine (1996) y Valdés-Prieto (1992).

³ Una ley orgánica constitucional requiere de un quórum especial de 4/7 para su aprobación o modificación.

⁴ Por cierto, esta práctica termina ocasionando pérdidas al Banco Central. Si éstas son cubiertas por el fisco mediante la aportación de títulos de deuda, el resultado sería equivalente a un financiamiento del Banco Central al fisco. Esta práctica fue intensamente aplicada para cubrir las pérdidas ocasionadas por el rescate bancario, luego de la crisis de 1982-83, y habrá de serlo nuevamente para recapitalizar al Banco por las pérdidas incurridas durante la presente década (ver sección 4).

Los primeros esbozos de la nueva ley orgánica del BCC datan de comienzos de los 80. En ese entonces regía en Chile una política de tipo de cambio fijo, cuyo requisito indispensable era la limitación de la expansión del crédito interno de la autoridad monetaria. Se concibió entonces instituir mediante la nueva ley orgánica un régimen monetario de caja de conversión (*currency board*). Un régimen semejante se estableció tan sólo unos años más tarde en Hong Kong (1985), y luego en Argentina (1991). Ambos sobreviven hasta hoy.

La crisis de 1982-83 motivó, sin embargo, una importante revisión de ese proyecto. Dicho episodio —detonado por una conjunción de factores externos extremadamente adversos, que actuaron sobre una economía todavía débil y sobre-expandida en su gasto y endeudamiento— terminó dando lugar a un incremento de más de 100% en el tipo de cambio real (TCR)⁵. Semejante ajuste de precios relativos es simplemente inviable en un régimen de cambio fijo, que descansa en forma casi exclusiva en la flexibilidad hacia abajo de los salarios nominales para abordar esa tarea. Si la economía chilena, sea por la configuración de sus exportaciones (tan concentradas en volátiles productos primarios), por la relativa juventud de sus instituciones financieras (poco diversificadas y experimentadas), la insuficiencia de su integración a los mercados internacionales de factores (capital y trabajo) o por los frecuentes avatares de sus vecinos y otras economías emergentes, ha de estar permanentemente expuesta a variaciones tan significativas de su TCR de equilibrio, se concluyó que necesariamente debía darse un régimen de tipo de cambio flexible, con la correspondiente soberanía para administrar la política monetaria.

A comienzos de 1986, se reunió por primera vez la comisión designada por el BCC para preparar un nuevo y definitivo proyecto de ley destinado a establecer un banco central autónomo⁶. Entre 1985 y 1989, Chile consiguió buenos resultados macroeconómicos: crecimiento promedio anual de 7,5% en el PIB, inflación paulatinamente decreciente (desde 26,4% en 1985 a 12,7% en 1988; en 1989 volvió a subir a 21,4%) y gradual desendeudamiento externo (la deuda exterior cayó desde más de 100% del PIB en 1985 a poco más de 60% en 1989)⁷. Los resultados de la gestión macroeconómica de 1985-89 reforzaron la creencia de que el proyecto de autonomía para el BCC debía aspirar a una fórmula de administración monetaria flexible y comprometida con la estabilidad macroeconómica.

Por cierto, un obstáculo mayor para el propósito estabilizador es la generalmente baja apreciación demostrada por los gobiernos por ese objetivo. Desde

⁵ A lo largo del capítulo, entendemos por tipo de cambio real (TCR) el cociente entre un índice de precios internacionales (IPM de países socios), expresado en pesos, y el IPC nacional. Por consiguiente, un incremento del TCR refleja una depreciación real del peso.

⁶ Integraron esa comisión, por parte del Banco, Alfonso Serrano (su vicepresidente), José Antonio Rodríguez (fiscal) y el suscrito (director de Estudios), y como miembros externos, Jorge Cauas (ex ministro de Hacienda y ex vicepresidente del Banco, quien coordinó la comisión) y Enrique Barros (abogado).

⁷ He descrito esa experiencia macroeconómica en mis artículos de 1989b y 1990.

la creación del BCC, en 1925, hasta su consagración en la Constitución como organismo autónomo, la inflación chilena promedió un 36% al año. Como es sabido, la falla se ocasiona tanto en el financiamiento de los déficits fiscales por la vía monetaria (argumento del “impuesto inflación”) como en las urgencias del proceso político, que con frecuencia llevan a valorar demasiado fuertemente el período de bienestar pasajero que antecede a la inflación (argumento de “inconsistencia temporal”)⁸. El proyecto se propuso entonces aislar (en lo posible) la administración de la política monetaria del proceso político⁹.

La fórmula escogida fue la configuración de un banco central autónomo, regido por un consejo de cinco miembros, designados por el Presidente de la República con aprobación del Senado, que sirven por períodos largos (10 años), son virtualmente no removibles y se renuevan escalonadamente (uno cada dos años). El rasgo esencial del consejo es que, en el cumplimiento de sus funciones, no está sujeto a instrucciones de ningún poder del Estado y es, en ese sentido, genuinamente autónomo. El Consejo detenta colegiadamente el control total de la institución, sin perjuicio de que algunas de sus funciones sean delegables. El cargo de consejero es incompatible con otras funciones en los sectores público o privado, excepto académicas.

El modelo seguido es semejante al de los tres bancos centrales independientes entonces conocidos (los de Alemania, Estados Unidos y Suiza). No se supo en Chile del trabajo similar que a la sazón se realizaba en Nueva Zelanda, y que dio lugar a la dictación de su correspondiente ley de autonomía en 1990. A diferencia del nuestro, el modelo neozelandés obliga a ese banco central a atenerse a la meta *explícita* de inflación que le impone el poder político, en tanto lo deja en absoluta libertad para disponer de los medios para lograrla¹⁰. Dicho arreglo tiene interesantes propiedades en cuanto a transparencia e incentivos, pero supone que el objetivo de la estabilidad es apreciado por el poder político, incluso cuando exige costos de corto plazo. La fórmula chilena, fundada en una historia poco auspicio-

⁸ Por cierto, la referencia obligada es Kydland y Prescott (1977). Una pedagógica explicación y expansión de los modelos de comportamiento político de los bancos centrales se encuentra en Cukierman (1992). Ver también De Gregorio (1996).

⁹ Para mi justificación y análisis del proyecto, ver Fontaine (1989a). No fue fácil vender la idea. Todavía ahora sus intenciones se prestan para malos entendidos. Por ejemplo, en Massad (1998) se contiene un buen resumen de los argumentos pro autonomía del Banco Central, en esencia los mismos contenidos en Fontaine (1989a), pero me atribuye un tercer argumento: “algunos actores políticos (en la urgencia de la política diaria) no comprenderían las implicaciones de una restricción presupuestaria” (pág. 10, nota 8). Al respecto, textualmente digo en el artículo en cuestión: “Ocurre, simplemente, que las urgencias del proceso político con frecuencia llevan a valorar demasiado fuertemente el período de bienestar pasajero que antecede a la crisis. A menudo los dirigentes políticos esperan que las lealtades ganadas en ese período les ayudarán a sobrevivir más adelante, cuando deban encarar la realidad”. No hay por tanto presunción alguna de ignorancia por parte de los políticos, sino maximización racional en presencia de una alta tasa de descuento al estilo de Barro y Gordon (1993).

¹⁰ Massad (1989) se aproxima a una proposición semejante, pero sin la nitidez de la neozelandesa. Sobre el modelo neozelandés, ver Rosende (1997).

sa en la materia, y de los demás bancos centrales propiamente autónomos, incluido el recientemente inaugurado Banco Central Europeo, es en tal sentido más escéptica.

El objetivo del BCC fue definido en forma precisa, a fin de facilitar su evaluación y evitar su incursión en otras áreas de la política económica. Siguiendo el modelo alemán, se le destinó sólo a “velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos” (Ley N° 18.840, art. 3°)¹¹. En el debate legislativo del proyecto se abundó en dejar en claro que esa misión se interpretaba como procurar la estabilidad en el nivel de los precios y evitar las crisis de pagos, originadas ya sea en el sistema financiero o en la balanza de pagos¹².

El ámbito de acción del BCC se restringió principalmente a lo monetario, a través de operaciones crediticias y el uso limitado de encajes. Una decisión importante fue incluir también las operaciones cambiarias por considerarse íntimamente conectadas a las monetarias. Mediante la compra o venta de divisas, el Banco puede ejecutar una “política cambiaria” tendiente a darle al precio de la misma una determinada trayectoria. La ley no establece ninguna limitación a la magnitud de sus operaciones crediticias y cambiarias, ni sobre la escala de sus activos y pasivos. En forma adicional, se le concedieron facultades para dictar ciertas regulaciones financieras (en relación principalmente con las captaciones bancarias, en su calidad de sustitutos del dinero) y de cambios internacionales. Su capacidad para imponer restricciones a ciertos pagos internacionales y movimientos de capitales fue ampliamente debatida y se optó por una fórmula cuidadosa, que permite tal posibilidad sólo bajo circunstancias excepcionales¹³.

La comisión a cargo de la elaboración del proyecto terminó su trabajo en 1987. Fueron consultados numerosos expertos, incluyendo una amplia gama de ex autoridades del BCC¹⁴. El proyecto siguió un prolongado trayecto al interior del Ejecutivo antes de ser enviado al Poder Legislativo —constituido entonces por la Junta de Comandantes en Jefe—, hacia fines de 1988. En una acción inusual en

¹¹ Su ley orgánica anterior declaraba como objetivo: “propender al desarrollo ordenado y progresivo de la economía nacional” (Banco Central de Chile, 1982, pág. 17). Un objetivo tan amplio suele menoscabar la estabilidad.

¹² El concepto de estabilidad en el valor de la moneda, tomado directamente de la ley del Bundesbank, es algo ambiguo y podría interpretarse como la fijación de su tipo de cambio internacional. Sin embargo, la acepción más lógica de “valor” en economía dice relación con “poder de compra”. El poder de compra de una moneda es recíproco del nivel de precios, de modo que estabilizar a uno equivale a estabilizar al otro. El concepto de “nivel de precios” prefirió evitarse en nuestra ley, quizás por considerarse demasiado técnico. La ley neozelandesa de 1990, en cambio, fue menos pudorosa y más rigurosa: “la función primordial del Banco es formular y ejecutar una política monetaria dirigida hacia el objetivo económico de alcanzar y mantener estabilidad en el nivel general de precios” (ver Rosende, 1997).

¹³ Para más detalles, ver Fontaine (1989a).

¹⁴ Por ejemplo, fueron consultados ex presidentes del BCC en los gobiernos de Frei Montalva y Pinochet.

esos tiempos, el BCC publicó íntegramente el proyecto de ley, el cual fue intensamente debatido en foros académicos y la prensa¹⁵. La comisión legislativa encargada de su estudio lo revisó minuciosamente y acogió varias de las observaciones planteadas en el debate público. La ley fue publicada en octubre de 1989 y entró en vigencia el 9 de diciembre del mismo año.

El debate público del proyecto fue intenso y no exento de prejuicios¹⁶. Explicablemente, el hecho de que se suscitara a meses del cambio de gobierno creó la imagen de que el gobierno militar pretendía prolongar su poder a través del control del BCC. Ese malentendido se despejó con la nominación del primer Consejo de la institución, el cual dio garantías de competencia y pluralismo¹⁷. Por cierto, de otro modo el proyecto habría perdido todo sentido.

En cuanto a la sustancia de la iniciativa, el debate fue importante y sirvió para precisar sus contornos y aclarar debilidades. Algunos vieron en ella la pretensión absurda de administrar la política monetaria con exclusivo criterio técnico y prescindencia de las inevitables consideraciones de índole política y social (Arellano, 1989; Massad, 1989; Zahler, 1989). En realidad, el proyecto en su justificación desmentía esa versión y planteaba el propósito de investir a un cuerpo autónomo y de alta calidad del poder para asumir las complejas decisiones político-económicas que exige el manejo monetario¹⁸. El símil de la Corte Suprema de Justicia es apropiado y su independencia se considera normalmente garantía de una auténtica democracia.

Tres cruciales aspectos, sin embargo, fueron destacados en el debate. Aquellos de la *coordinación* entre el BCC y el gobierno, del (excesivo) *ámbito* de sus atribuciones y de su *responsabilidad pública*. Las fórmulas contenidas en la ley para resolver estos importantes aspectos, que recogen algunas de las observaciones surgidas, no son por cierto las únicas posibles. Su eficacia ha de probarse en la práctica, materia que la presente evaluación aborda en las secciones siguientes.

¹⁵ El proyecto y su fundamentación está contenido en Banco Central de Chile (1988). La mejor referencia para el debate académico son los artículos publicados en el volumen 77 de *Cuadernos de Economía*, abril de 1989.

¹⁶ Roberto Zahler, quien luego integrara el primer Consejo, primero como vicepresidente, y luego como presidente, fue particularmente crítico. Para él "la cuestión de fondo" consistiría "en la falta de confianza por parte de las actuales autoridades respecto de los mecanismos del régimen democrático para la formulación e implementación de la política económica..." Agregando luego: "Específicamente, se cuestiona la credibilidad y competencia de los futuros equipos económicos" (Zahler, 1989, p. 101). Sin embargo, pocos meses después era nombrado miembro del Consejo por esas mismas "actuales autoridades" y en su desempeño a cargo de la institución en 1992-96 mantuvo una línea marcadamente autónoma, contribuyendo de modo significativo al prestigio de que hoy goza la institución.

¹⁷ Sobre este punto hace hincapié Bianchi (1991). Describe también los argumentos de la polémica.

¹⁸ Específicamente, el proyecto menciona en su justificación que, además de preservar su carácter técnico, la autonomía le "da el nivel necesario para cautelar ciertos valores económicos fundamentales", tales como la estabilidad de la moneda. Ver Banco Central de Chile (1988), p. 4.

Inevitablemente, la autonomía debe dificultar la coordinación entre las autoridades. Como sostenía la justificación del proyecto, es una aplicación del principio de la división de los poderes al campo de la política económica y ésta también provoca problemas de esa naturaleza, por ejemplo, en el diseño y ejecución de las leyes¹⁹. Introduciendo “costos de transacción”, la autonomía persigue evitar precisamente que gobierno y Banco Central, coordinadamente, desestabilicen la economía, ya sea por motivaciones electorales o de otra índole. Sin embargo, para facilitar el diálogo y la coherencia entre las autoridades fiscal y monetaria se establecieron determinados mecanismos de información recíproca, consulta (asistencia del ministro de Hacienda a las sesiones del Consejo, con derecho a voz y a la suspensión hasta por 15 días de sus resoluciones, para una segunda discusión, salvo insistencia del Consejo por unanimidad), e incluso veto del ministro de Hacienda para la imposición de restricciones cambiarias (salvo insistencia por unanimidad). En el debate legislativo se introdujo adicionalmente el mandato al Consejo —al “adoptar sus acuerdos”— de “tener presente la orientación general de la política económica del Gobierno”, cuya imprecisión podría prestarse para menoscabar la autonomía²⁰.

El ámbito de las facultades previstas en el proyecto es limitado respecto de las variadas funciones que tradicionalmente desempeñaba el BCC. Sin embargo, algunos comentaristas vieron en el proyecto la creación de una suerte de poder económico paralelo y competitivo del Ejecutivo (Arellano, 1989). Otros, en cambio, pusieron atención en las atribuciones financieras y cambiarias especificadas en el proyecto. En materia de regulaciones financieras, éste no innovó respecto de la fórmula tradicional de supervisión y respaldo estatal, compartido entre el BCC y la Superintendencia de Bancos (dependiente del Ministerio de Hacienda). En lo cambiario, aun cuando se estableció un régimen esencialmente liberal, el BCC conservó importantes poderes regulatorios, incluyendo la capacidad *excepcional* de imponer controles de cambio. La alternativa, ampliamente debatida durante la elaboración del proyecto, habría sido excluir tales controles de las facultades del BCC y hacerlas exclusivamente materia de ley (Valdés-Prieto, 1989). Volveremos sobre este tema en la sección III.

El tema de la responsabilidad pública tampoco es de fácil solución: ¿ante quién responde un banco central autónomo?, ¿qué incentivos ha de recibir para el cumplimiento de su función? La ley estableció ciertas condiciones de transparencia para hacer a la opinión pública (y al mercado) juez de su desempeño. Dispuso que el BCC informase al gobierno y al Senado de sus planes y resultados,

¹⁹ “La autonomía del Banco Central, sin menoscabar la necesaria coordinación, tiene por objeto establecer una división de poderes y sus correspondientes contrapesos. El principio de la división de poderes es ampliamente aceptado en materia política...” (Banco Central de Chile, 1988, pág. 5). Ver también Fontaine (1989a) y Rosende (1988).

²⁰ El concepto fue introducido para demostrar que no se pretendía crear un “equipo económico paralelo”, como argumentaban los críticos del proyecto. Pero qué es lo que se entiende por “tener presente”, no está definido.

dándole a este último una suerte de capacidad evaluadora. Sin embargo, las restricciones constitucionales impidieron hacer de esta función una rendición de cuentas propiamente tal²¹. Los miembros del Consejo están sujetos a severas prohibiciones y son removibles sólo en casos excepcionales: por abuso del cargo, mediante proceso judicial; “por haber votado favorablemente acuerdos del Banco que impliquen grave y manifiesto incumplimiento de su objeto” y hayan sido “causa principal y directa de un daño significativo a la economía del país”, mediante una suerte de acusación política (art. 17º); y en el caso del presidente del Banco, por “incumplimiento de las políticas adoptadas o de las normas impartidas por el Consejo”, también mediante acusación política (art. 16º).

A diez años del debate, parece claro que el concepto de autonomía incorporado en el proyecto cuenta con amplia aceptación²². Los temores de grave descoordinación, obstaculización de la política económica del gobierno y falta de control por parte de un banco central autónomo no parecen haberse materializado. Sin embargo, las preocupaciones más profundas manifestadas en el debate relativas al equilibrio fino entre independencia y coordinación, autonomía y responsabilidad pública, siguen vigentes y han de ser evaluadas en la práctica.

II. CONTRA LA INFLACIÓN

Al cautelar la estabilidad del valor de la moneda, el Banco Central hace de centinela de la estabilidad macroeconómica. Su rol es echar a sonar las campanas de alarma cuando las restricciones objetivas que enfrenta la economía amenazan ser vulneradas, pues ello tarde o temprano provocaría un brote inflacionario. Un banco central autónomo debe así prevenir al mercado contra el uso populista del presupuesto fiscal y el expediente —antidemocrático, por lo demás— de ese impuesto no legislado que es la inflación²³.

Desde 1990 en adelante, el BCC se ha mostrado inequívocamente comprometido con su mandato legal de velar por la estabilidad de la moneda²⁴. El propósito de tener en el orden institucional una entidad concentrada prioritariamente en ese objetivo parece haberse cumplido satisfactoriamente (Corbo, 1998; Rosende, 1998).

²¹ La Constitución Política del Estado, en su artículo 49, enumera exhaustivamente las atribuciones del Senado y entre ellas no se contempla la aprobación de la gestión del BCC.

²² Al comenzar la campaña presidencial de 1999, los dos principales contendores se han declarado partidarios de mantener la autonomía del BCC en términos similares a los actuales.

²³ Sobre populismo macroeconómico ver Dornbusch y Edwards (1991) y De Gregorio (1996).

²⁴ De acuerdo a Zahler (1997), el objetivo del BCC durante la primera mitad de los noventa fue alcanzar una inflación de un dígito. Vencida esa valla, ahora procura como objetivo final una inflación similar a la prevaleciente en los países desarrollados (Massad, 1998).

El compromiso con la estabilidad se ha manifestado en la fijación anual de metas de inflación sistemáticamente declinantes. Dicho procedimiento se fundó en el precepto legal que obliga al Banco a comunicar al Senado en forma anual sus objetivos programáticos (art. 80°). Dicho mandato no es, sin embargo, explícito respecto de la obligación de anunciar el objetivo inflacionario en particular, y la determinación de proceder de esa manera ha sido una práctica sana y ampliamente validada por la experiencia.

Como se aprecia en el Cuadro 1, las metas anuales de inflación han sido claramente declinantes y la trayectoria efectiva de la misma se ha encuadrado razonablemente bien a ellas. Aunque el mérito de este desempeño corresponde por cierto a la autoridad monetaria, cabe consignar que la tarea ha sido facilitada tanto por una favorable situación de precios internacionales y afluencia de capitales —que rebajó la inflación importada y permitió la continua apreciación del peso— como por un ambiente interno propicio a la estabilidad. En lo interno, cabe destacar la creciente aversión de la opinión pública al desorden monetario, la cual no sólo parece derivarse de la traumática experiencia latinoamericana en la materia, sino que puede provenir también de un efecto inesperado de la popularización de la UF (Unidad de Fomento): la generalizada indexación al IPC (Índice de Precios al Consumidor) de las deudas hipotecarias ha creado una clase media fuertemente antagónica a la inflación.

CUADRO 1
INFLACIÓN: CUMPLIMIENTO DE METAS
(Var. % IPC dic.-dic.)

	Inflación meta	Inflación efectiva
1989	-	21,4
1990	-	27,3
1991	15-20	18,7
1992	13-16	12,7
1993	10-12	12,2
1994	9-11	8,9
1995	9,0	8,2
1996	6,5	6,6
1997	5,5	6,0
1998	4,5	4,7

Fuente: Banco Central de Chile.

Esta positiva tendencia quedará probablemente como uno de los logros más importantes de la década de los 90 y creo debe ser intensificada en los próximos años. A medida que ingresamos a terreno nuevo —con inflación baja o incluso nula—, pasarán a apreciarse con mayor nitidez, en el funcionamiento de los mer-

cados y en la toma de decisiones públicas, los beneficios de operar en un ambiente de estabilidad en el nivel de precios²⁵.

La estrategia seguida contra la inflación ha sido gradualista. Su mérito radica en el escaso costo incurrido en términos de producto y empleo. Entre 1990 y 1997, mientras la inflación media anual caía desde 26 a 6,1%, el PIB crecía a un ritmo anual de casi 8% y el desempleo descendía desde 7,8 a 6,1% (Cuadro 2).

CUADRO 2
 TRAYECTORIA DE LA INFLACIÓN Y VARIABLES RELACIONADAS

	Inflación	Devaluación	Var. salarios	Crec. PIB	Crec. Dem. Interna	Desempleo	Var. M1A	Tasa Interés Real	Superávit del SPNF
	Media	Media	Media	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	(1)	(2)	(3)						
1989	17,0	9,0	19,2	10,6	13,3	8,0	24,3	6,77	1,3
1990	26,0	14,4	28,4	3,7	2,9	7,8	16,0	9,46	3,6
1991	22,0	14,6	27,7	8,0	6,2	8,2	43,0	5,43	2,3
1992	15,5	3,8	20,7	12,3	15,0	6,7	38,0	5,25	2,9
1993	12,7	11,6	16,5	7,0	10,8	6,5	19,0	6,41	2,1
1994	11,5	4,1	17,1	5,7	5,5	7,8	18,0	6,38	2,3
1995	8,2	-5,5	15,4	10,6	16,2	7,4	23,0	5,85	3,8
1996	7,4	4,0	11,8	7,4	7,9	6,5	16,3	6,94	2,0
1997	6,1	1,7	7,9	7,4	9,1	6,1	17,0	6,45	1,0
1998	5,1	9,8	7,9	3,9	3,9	6,2	3,3	9,53	-1,3

- (1) Variación porcentual media anual del Índice de Precios al Consumidor.
 (2) Variación porcentual media anual del tipo de cambio observado.
 (3) Variación porcentual media anual del Índice Nominal de Remuneraciones por Hora.
 (4) Variación porcentual anual del Producto Interno Bruto a precios de 1986.
 (5) Variación porcentual anual de la Demanda Interna a precios de 1986.
 (6) Tasa de desocupación como % de la fuerza de trabajo (INE).
 (7) Variación porcentual media anual del dinero (M1A) en términos reales.
 (8) Tasa de interés sobre depósitos reajustables según UF 90-365 días, promedio anual.
 (9) Superávit del Sector Público No Financiero del PIB (ver capítulo 3 de este libro).
 Fuente: Banco Central, INE, Ministerio de Hacienda.

²⁵ Por razones de espacio omitimos aquí el debate sobre los costos y beneficios de eliminar la inflación. Entre los últimos, sobresale el incremento en el grado de monetización de la economía y el ahorro consiguiente de costos de transacción, y la mejoría de la asignación de recursos al aumentar el contenido informacional de los precios, una vez depurado de ellos el "ruido" inflacionario. Se argumenta que el costo estaría en la eliminación de un mecanismo cómodo para alterar disimuladamente el valor real de ciertos precios rígidos, como los salarios. Naturalmente, la validez de este argumento depende crucialmente del carácter inesperado de la inflación y, como ella puede dejar de serlo, encierra el peligro de una inflación creciente.

La notable ausencia de un “costo social” en la reducción de la inflación durante los noventa hace pensar que la política estabilizadora fue altamente creíble. Ello parece corroborar la hipótesis de que un banco central autónomo y comprometido con la estabilidad puede orientar, creíblemente, las expectativas de inflación. El papel desempeñado por las metas oficiales de contención de la inflación ha sido reiteradamente destacado (Corbo, 1998; Morandé y Schmidt-Hebbel, 1997).

Cabe preguntarse, no obstante, qué habría hecho tan especialmente confiables esas metas o, en otras palabras, por qué la autonomía *legal* del BCC fue interpretada como una autonomía *efectiva*. En el espíritu de la teoría de las expectativas racionales, cabría esperar que la credibilidad se fundara en el conocimiento y apreciación de las reglas de comportamiento de la institución. Esto nos lleva necesariamente a preguntarnos qué tan favorable han sido sus políticas monetaria y cambiaría a la construcción de una reputación antiinflacionaria.

La política monetaria se ha administrado con el propósito de hacer que la demanda interna se expanda a un ritmo similar al del producto. Específicamente, se considera que una brecha alta (baja) entre la tasa de expansión de la demanda y del producto provocaría a la larga presiones inflacionarias (deflacionarias) que impedirían el cumplimiento de la meta (Rojas, 1997; Fontaine, 1996). Por cierto, la relación entre esta brecha y la inflación es compleja. En condiciones de pleno empleo, hay que considerar también su impacto sobre el tipo de cambio real (TCR) y el déficit de cuenta corriente. Si simultáneamente el BCC persigue rebajar la inflación y defender una determinada trayectoria para el TCR, entonces —y sólo entonces— la relación de causalidad brecha/inflación es unívoca. Aún así, sin embargo, ella es oscurecida temporalmente por los familiares rezagos y variaciones en el empleo de los recursos (la tradicional brecha entre producto “efectivo” y “potencial”).

Como objetivo intermedio, la política monetaria ha empleado las tasas reales de interés de corto plazo. Esta forma de conducción monetaria se ha aplicado con buenos resultados desde 1985 en adelante (Fontaine, 1991 y 1996)²⁶. La estrategia supone que la demanda interna es elástica a la tasa real de interés y que esta última es el principal canal de influencia de la política monetaria sobre el sector real²⁷. Ambos supuestos han sido objeto de amplia controversia teórica y econométrica, pero mi evaluación sobre sus resultados prácticos sigue siendo positiva²⁸. La conducción monetaria en base a la tasa real de interés tiene la ventaja de proporcionar al mercado una señal fácil de interpretar respecto del signo (con-

²⁶ Hasta 1990, la autoridad apuntó principalmente a la tasa de 90 días, aunque en ocasiones intervino para influir sobre las tasas para plazos más largos. A contar de 1991 se concentró sólo en la primera. Desde 1995 en adelante pasó a guiarse por la tasa interbancaria para operaciones a un día de plazo. Estas innovaciones, en general, han operado bien y no han alterado los rasgos centrales de la conducción monetaria de los últimos doce años.

²⁷ Por cierto, esto no impide que haya otros canales de importancia, como el cambiario. El argumento supone que si los hay, están correlacionados positivamente con la tasa de interés real.

²⁸ Para la evidencia empírica del impacto de la tasa real de interés en la demanda interna y la inflación, ver Eyzaguirre y Rojas (1995) y Valdés (1998). Para la posición antagonista, ver Rosende (1998).

tractivo o restrictivo) de la política, además de ser particularmente apropiada para situaciones de inestabilidad de la demanda de dinero²⁹. Chile cuenta con un mercado profundo de instrumentos reajustables, el cual permite observar una cotización de mercado de la tasa real de interés *ex ante*, condición que no se da en otras economías³⁰. Pese a dichas ventajas, esta estrategia de política monetaria ha sido a menudo criticada como responsable de un uso excesivo de la indexación financiera³¹. En mi opinión, la estrategia vigente opera bien y es similar, o incluso superior, a la empleada en Estados Unidos y Europa³².

La credibilidad de la regla monetaria suele establecerse mediante una “inversión” en reputación por parte de las autoridades. Esto es, la aplicación de políticas duras que muestren voluntad de asumir costos y capacidad para obtener resultados. Comenzando 1990, el recientemente independizado BCC tuvo oportunidad de probar su mano. Durante 1989 habían emergido fuertes presiones inflacionarias, las cuales podían agravarse por efecto de las expectativas de expansión fiscal y alzas salariales que despertaba el nuevo gobierno. Las autoridades entrantes (que asumían en marzo) plantearon al BCC la conveniencia de devaluar el peso para corregir el creciente déficit comercial. Pero el Consejo del BCC sopesó esos argumentos y, en una temprana muestra de autonomía (aunque en votación dividida), rechazó esa opción, temiendo que ella avivaría las presiones inflacionarias. Se optó, en cambio, por imprimirle un giro fuertemente restrictivo a la política monetaria, elevando drásticamente las tasas de interés. Así el BCC enviaba, tanto al sector privado como al sector público, una poderosa señal de compromiso con la estabilidad y disciplina en las expectativas.

Como muestra el Cuadro 3, el Ajuste I no estuvo exento de costos: bajó el crecimiento del producto, subió el desempleo y cayó fuertemente el TCR. La inflación, en tanto, sólo se redujo significativamente en el segundo semestre de

²⁹ En el caso chileno, la existencia de depósitos reajustables, según la variación de la UF, crea un sustituto muy cercano al dinero líquido (M1), cuyo efecto es incrementar la volatilidad de la preferencia por liquidez. Esto dificulta la aplicación de metas cuantitativas de expansión monetaria (a no ser que se apliquen sobre M1 corregido por ese efecto o a agregados monetarios mayores).

³⁰ Nótese que los clásicos argumentos de Friedman contra el manejo monetario en base a la tasa de interés son más aplicables a la tasa nominal que a la real. Para un desarrollo más completo de estos argumentos, ver Fontaine, 1991.

³¹ En un esfuerzo por “nominalizar” el mercado financiero, el Banco Central inició en 1997 la colocación de títulos no reajustables de mediano plazo. No parece haber tenido todavía éxito en ese cometido. La indexación financiera —a diferencia de la salarial— no es, en mi opinión, un atributo negativo del mercado de capitales chileno y bien puede extenderse al resto del mundo, porque permite completar la oferta de instrumentos financieros (Barro, 1998; Shiller, 1998; Walker, 1998). Es una pregunta abierta por qué la indexación no ha sido espontáneamente adoptada por los mercados. Es posible que se deba a sus altos costos de “puesta en marcha”, que justificaría asumir sólo bajo alta inflación.

³² En los últimos años han introducido bonos de largo plazo indexados al IPC en Australia, EE.UU., Inglaterra y Nueva Zelandia. Sobre las ventajas de la indexación financiera para la política monetaria, ver Hetzel (1992).

CUADRO 3
 TRES AJUSTES Y DESAJUSTES

	PIB	Gasto	Tasa de interés	Var. dinero	TCR	IPC	Salarios
	(var. % real		capt. reaj.	(var. %	(1986=100)		(var. %
	12 meses)		90-365 días	12 meses)			12 meses)
AJUSTE I							
88,4	8,7	10,9	5,0	50,1	110	12,7	17,5
89,1	9,0	14,6	5,7	33,2	108	12,9	17,4
89,2	13,4	18,3	6,3	27,6	104	16,2	17,2
89,3	9,7	14,2	7,5	20,8	111	19,8	19,3
89,4	7,6	6,7	8,8	17,5	112	21,4	25,2
90,1	8,6	10,7	13,3	16,7	115	23,9	25,8
90,2	2,8	-1,3	9,5	19,1	111	24,8	27,0
90,3	0,0	-0,1	8,5	12,0	111	29,3	28,4
90,4	1,5	2,5	6,0	9,7	114	27,3	33,8
91,1	2,2	-2,0	5,7	40,8	114	23,0	31,8
91,2	6,0	3,3	5,3	38,5	105	23,9	29,0
91,3	8,9	9,3	5,3	39,2	103	18,8	26,8
AJUSTE II							
92,4	10,7	13,7	6,0	52,3	96	12,7	17,1
93,1	8,3	16,2	6,4	24,3	97	12,7	16,1
93,2	8,0	13,2	6,4	15,0	100	13,0	16,6
93,3	7,0	9,5	6,4	16,5	97	12,3	16,8
93,4	4,7	5,1	6,4	21,0	94	12,2	19,9
94,1	5,0	2,0	6,6	15,5	96	13,7	18,8
94,2	6,4	7,8	6,5	13,9	94	12,7	17,2
94,3	5,3	5,4	6,3	18,4	95	10,4	16,9
94,4	6,2	6,8	5,9	23,4	93	9,0	14,6
95,1	8,9	13,1	5,9	21,5	93	8,2	15,5
95,2	10,5	13,8	5,5	25,7	89	7,6	16,1
95,3	11,5	18,8	5,3	23,2	86	8,6	15,4
AJUSTE III							
95,4	11,7	18,7	6,9	20,0	88	8,2	13,7
96,1	9,3	13,0	6,6	18,0	87	8,0	12,1
96,2	7,3	7,6	7,2	15,7	84	8,3	11,9
96,3	5,3	3,0	7,0	16,5	84	6,3	11,3
96,4	7,4	8,7	6,8	14,9	84	6,6	9,5
97,1	5,0	1,6	6,6	14,1	80	6,8	10,0
97,2	6,1	9,4	6,3	16,1	79	5,3	8,2
97,3	8,7	12,9	6,2	19,1	76	6,0	8,1
97,4	9,8	13,7	6,5	17,7	77	6,0	7,4

Fuente: Banco Central de Chile.

1991³³. Todo esto era de esperarse cuando la credibilidad estaba todavía por ganarse. Sin embargo, en medio de generalizadas críticas, el BCC aflojó la política monetaria con velocidad durante la segunda mitad de 1990 y el año siguiente. Como ello se efectuó sin contar con el apoyo de una política fiscal restrictiva, no es sorprendente que un año más tarde la economía nuevamente presentara síntomas de sobrecalentamiento, con un crecimiento de 12% en el producto y de 15% en la demanda interna³⁴. En el intertanto, la fuerte apreciación del peso, objeto de dos revaluaciones discretas —una a mediados de 1991, y otra, seis meses más tarde— contuvo el impacto inflacionario del auge.

Con extraordinaria similitud, la experiencia se repetiría dos veces más en los años siguientes (ver Cuadro 3). En efecto, en 1993-94 tuvo lugar el Ajuste II. Nuevamente, no tardaron en hacerse sentir los costos en materia de desaceleración económica y desempleo. El TCR volvió a declinar y el BCC terminó ampliando la banda de flotación del peso a fin de posibilitar su reducción adicional. El episodio concluyó hacia fines de 1994, cuando arreciaba la crítica política, atizada esta vez por declaraciones públicas de las autoridades del gobierno. Se dio inicio entonces a una rápida sucesión de recortes en las tasas de interés durante el primer semestre de 1995. Ello ocurrió en el contexto de una significativa mejoría en los términos de intercambio. Hacia fines de 1995, nuevamente afloraban señales de sobrecalentamiento y nacía el Ajuste III. Sería tedioso describir este nuevo episodio, pero su gestación y desarrollo son enteramente semejantes a los anteriores.

Diríase entonces que la acción monetaria contra la inflación ha sido algo intermitente y, en consecuencia, no particularmente indicada para construir credibilidad. Pese a su autonomía y compromiso con la estabilidad, el BCC ha sido sensible a la crítica, proveniente tanto del gobierno como del sector privado, respecto de la dureza de sus políticas. Cada vez que han emergido los costos económicos y salariales de rebajar la inflación —a través de altas tasas de interés, brusca apreciación cambiaria, desaceleración del crecimiento y desempleo—, ha encontrado los argumentos para virar con rapidez hacia una política monetaria expansiva. Puede argumentarse que esos virajes fueron necesarios para cumplir las metas de inflación —y que el Cuadro 1 atestiguaría su adecuada calibración—, pero aun así es difícil conciliar una trayectoria tan zigzagueante para la política monetaria con la credibilidad que se les supone a las metas del BCC. Los altibajos de las tasas de interés y el ritmo de actividad real introducen un costo real y muestran que la contención de la inflación ha sido menos indolora de lo que aparenta.

³³ Influyeron en el retraso observado, un reajuste de 49% en el salario mínimo en junio de 1990, la elevación del IVA desde 16 a 18% al mes siguiente y una fuerte alza internacional del precio del petróleo a fines de año. Debo a Andrés Bianchi esta observación.

³⁴ Las cifras indicadas corresponden a la nueva serie de cuentas nacionales (a precios de 1996), la cual no estaba disponible a la fecha. Según la serie entonces disponible, la aceleración de la economía fue algo menor, pero en todo caso significativa. Debo a Andrés Bianchi esta observación.

Es de hacer notar que la crítica a los sucesivos ajustes monetarios se ha centrado en su impacto sobre las tasas de interés y el TCR³⁵. Efectivamente, las tasas reales de interés han sido más altas en los noventa que en la segunda mitad de los ochenta y el TCR se redujo en 30% entre 1990 y 1997. Pero ello puede ser atribuido a la fuerte expansión autónoma del gasto privado —alentada por un clima de optimismo y voluminosas entradas de capitales— y a una política fiscal de corte más bien expansivo³⁶. Puede argumentarse que la evolución de las tasas y el cambio fue en parte fruto de la descoordinación entre las políticas monetaria y fiscal —restrictiva, una; expansiva, la otra—, costo atribuible a la autonomía. Sin embargo, hay claros indicios de que la opción preferida por la autoridad fiscal habría sido una actitud más débil sobre la inflación, con tasas de interés más moderadas y TCR más alto. En ese sentido, la autonomía ha cumplido su rol: defendiendo la estabilidad, ha introducido una suerte de freno a la excesiva expansión fiscal.

¿Cómo entonces explicar el éxito obtenido en la reducción progresiva de la inflación sin mayores efectos en producto y empleo? ¿Cómo explicarse la aparente credibilidad que ha despertado el programa? Los ajustes I y II estuvieron orientados a crear la reputación necesaria para sostener una política antiinflacionaria seria. Paulatinamente, sin embargo, los costos de esa experiencia —particularmente reflejados en altos intereses reales y apreciación cambiaria— inclinan a la autoridad al uso de la política cambiaria como instrumento orientador de las expectativas. Específicamente, la política cambiaria —administrada mediante un sistema de bandas— deja de apuntar a la estabilización del TCR en torno a su *nivel* estimado de equilibrio de largo plazo, y pasa a favorecer una *trayectoria* de apreciación real gradual, tarea que es ejecutada mediante una variedad de medidas y acciones, como se discute en la próxima sección.

Cabe aclarar que toda política monetaria contractiva provoca una apreciación temporal de la moneda, la cual se constituye en uno de sus importantes canales de influencia sobre la inflación. También es necesario considerar que las favorables condiciones internacionales, las buenas perspectivas de Chile y la fuerte expansión de la productividad impulsaron una caída hacia el equilibrio en el TCR,

³⁵ Un interesante aspecto de economía política es la popularidad adquirida por el objetivo del TCR. En anteriores programas de estabilización (por ejemplo, en 1959-61 y 1979-81) la caída del TCR no había sido objeto de mayor oposición política. Al contrario, su impacto favorable en salarios reales más bien atenúa el costo político de enfrentar la inflación. En los noventa, en cambio, se visualiza una caída brusca del TCR como políticamente inconveniente, y ella provoca fuertes críticas. Esto puede ser reflejo de la apertura comercial, la importancia de los *lobbies* exportadores y la flexibilidad del mercado laboral, además de la memoria de la traumática experiencia de 1981-82, bajo cambio fijo.

³⁶ El rol jugado por la política fiscal de los noventa ha sido intensamente analizado y debatido. Su interpretación no es fácil, porque, si bien se mantuvo un importante superávit fiscal (equivalente a 1,9% del PIB en 1990-97, el gasto público creció fuertemente (a un ritmo de 6,5% real al año). La expansión del gasto fiscal fue particularmente aguda durante el período del Ajuste I. El aumento del gasto público, financiado con un alza de impuestos a la renta, y la mejoría de la recaudación asociada al fuerte crecimiento económico parecen haber alimentado la expansión de la demanda interna. Sobre el tema ver Arellano y Larraín (1996), Arrau, Quiroz y Chumacero (1992).

desde su alto nivel de 1990. En ese sentido, la coyuntura de los noventa fue particularmente propicia para rebajar la inflación. Pero lo distintivo del período bajo análisis —particularmente desde 1995 en adelante— es el intento de conducir la apreciación en forma gradual, impidiendo tanto las revaluaciones como las devaluaciones bruscas, para hacerla compatible con el objetivo de descenso de la inflación³⁷.

CUADRO 4
 COSTO DEL CRÉDITO

	Tasa Real Moneda Nacional (1)	Tasa Moneda Extranjera en US\$ (2)	Tasa Moneda Extranjera en \$ reales equivalente <i>ex-post</i> (3)	Tasa Real Prom. ponderada (4)
1993	9,2	7,6	6,2	8,1
1994	9,3	8,3	1,2	6,4
1995	8,5	10,9	-3,3	4,4
1996	9,3	9,8	6,1	8,2
1997	8,8	9,9	5,3	7,5
1998	11,9	9,0	13,9	12,7
Prom. 93-98	9,5	9,2	4,8	7,5

(1) Corresponde a la tasa anualizada de colocaciones 90-365 días reajutable según la variación de la UF del sistema financiero.

(2) Corresponde a la tasa anualizada de colocaciones 90-365 días reajutable según la variación del tipo de cambio del sistema financiero.

(3) Corresponde a la tasa anualizada de colocaciones 90-365 días reajutable según la variación del tipo de cambio corregida por la devaluación promedio en relación a la variación promedio de la UF (esto es incluyendo la caída efectiva del tipo de cambio real).

(4) Corresponde a la tasa anualizada de colocaciones 90-365 días reajutable promedio ponderada calculada según la importancia relativa de las colocaciones totales en moneda nacional del sistema financiero y las colocaciones totales en moneda extranjera del sistema financiero más la deuda externa directa del sector privado no financiero.

Fuente: Banco Central de Chile y estimaciones propias.

Pero la apreciación cambiaria gradual puede haber fomentado el exceso de gasto y permitido la gestación de un importante desequilibrio de cuenta corriente. Como se aprecia en el Cuadro 4, la apreciación gradual —una vez que es incorporada a las expectativas— reduce el costo esperado del endeudamiento externo y estimula el ingreso de capitales. Esto fomenta la expansión de la demanda interna y su orientación hacia bienes no transables. El auge de los valores bursátiles y de bienes raíces es una consecuencia típica del proceso, con el correspondiente efecto riqueza sobre el gasto. Mientras se mantenga la expectativa de TCR

³⁷ El rol de la política cambiaria como “ancla” de la credibilidad en la meta de inflación ha sido subrayado por Corbo (1998) y Rosende (1998), entre otros.

declinante, la entrada de capitales crea la apariencia que se trata de un movimiento de equilibrio, impulsado por el mercado. Pero, en verdad, es la garantía implícita de estabilidad cambiaria ofrecida por la política del BCC —en el sentido indicado más arriba— la que atrae artificialmente a los capitales. Consciente del riesgo de desequilibrio externo que ello ocasiona, la autoridad chilena eleva las tasas de interés (por ejemplo, en el Ajuste III, de 1995-96), pero la expectativa de apreciación anula parte de su efecto, porque conduce a que una creciente porción de la demanda de crédito se satisfaga en el exterior. Tampoco surten mayor efecto los encajes al crédito externo (ver sección III), por cuanto su impacto financiero es anulado por la apreciación del TCR.

El resultado final es similar al de los programas de estabilización con cambio fijo³⁸. Nótese que, en el caso que comentamos, el tipo de cambio no está fijo, sino presionado hacia el (declinante) piso de la banda por factores tanto de mercado (TCR inicialmente alto) como artificiales (expectativas generadas por la percepción de que el BCC administrará una apreciación gradual). Como en el caso de aquéllos, el proceso se interrumpe cuando algún evento exógeno hace dudar de la sostenibilidad de la política cambiaria. Suben las tasas de interés o el tipo de cambio y la estabilización cobra sus tradicionales costos en actividad productiva y empleo.

Mi conclusión es que, si bien el BCC ha asumido el objetivo estabilizador planteado en su ley orgánica, en la ejecución de la política antiinflacionaria ha terminado optando por una estrategia de estabilización basada en la apreciación cuidadosa y gradual del TCR. Dicha opción es una entre varias alternativas abiertas a un banco central autónomo y comprometido con la estabilidad, pero es viable sólo en un ambiente de confianza internacional y afluencia de capitales. La situación creada a partir de la crisis asiática de 1997-98 hace temer que esa condición pueda no darse a futuro. Si ése fuera el caso, los costos de la estabilización ya efectuada y de nuevos avances estarían todavía por pagarse. Las nuevas condiciones parecen imponer ahora un alza del TCR y ello exigiría hacer descansar el control de la inflación sobre los salarios y los precios de los bienes no transables. La autonomía del BCC ha de ayudarlo a disciplinar en ese sentido las expectativas y presiones de costos, pero no es descartable que sea necesaria adicionalmente una fase prolongada de crecimiento lento en el producto y el empleo.

III. CONTRA EL EXCESIVO ENDEUDAMIENTO EXTERNO

El segundo objetivo del BCC —velar por el “normal funcionamiento de los pagos internos y externos”— admite variadas interpretaciones. En su acepción más limitada —y creo más correcta—, el legislador parece referirse a las medidas ne-

³⁸ Los programas de estabilización en base a una ancla cambiaria aparentemente invierten el orden en que se suscitan los beneficios y costos del proceso. Ver Edwards, 1993 y 1996.

cesarias para evitar o paliar las crisis bancarias, cuyo efecto directo suele ser la interrupción de los pagos internos y externos. Esta acepción restringida incluiría, entonces, disposiciones relativas al uso de los medios de pago (tarjetas de crédito, por ejemplo), regulaciones prudenciales sobre las captaciones bancarias, imposición de controles cambiarios en situación de restricción crítica de divisas (cuando “el financiamiento de la balanza de pagos del país” lo requiere, reza el art. 50 de la ley orgánica del BCC), labor de prestamista de última instancia y la mantención de las reservas internacionales mínimas requeridas.

En una concepción más amplia, sin embargo, el objetivo indicado apuntaría a la regulación del ritmo de acumulación de pasivos internacionales del país (que equivale al déficit de la cuenta corriente) y a la composición del volumen de éstos, atendiendo a su naturaleza —deuda o capital—, su plazo, moneda de denominación u otras características. Por cierto, el volumen y composición de los pasivos externos inciden en la probabilidad de ocurrencia de una crisis de pagos externos y es en ese sentido que su regulación podría vincularse con el objetivo del BCC. Pero como esa relación no es en absoluto lineal, el argumento resulta bastante alambicado. Por ejemplo, en Australia o Nueva Zelandia, altos déficits de cuenta corriente no parecen crear riesgo de crisis de pagos, en la medida en que se atienden mediante la flotación cambiaria. En cambio, en Indonesia en 1997-98, pese a una situación confortable de cuenta corriente y nivel de endeudamiento, se suscitó una crisis bancaria que le obligó a renegociar la deuda externa.

Es la acepción amplia la que ha primado en la actuación del BCC (Massad, 1998; Zahler, 1997). En efecto, éste ha: i) ejecutado una política cambiaria que se estima compatible con una trayectoria considerada prudente en el déficit de cuenta corriente, y ii) dictado restricciones para influir sobre el volumen y composición de los pasivos internacionales.

La política cambiaria se ha aplicado a través de un sistema de “flotación sucia” al interior de una banda relativamente amplia. Como se señaló, la política cambiaria ha pretendido encuadrar el tipo de cambio observado en el mercado en rangos compatibles con una trayectoria de equilibrio para el TCR, esto es, con un déficit de cuenta corriente estimado sostenible y evaluado a precios “de tendencia” para las exportaciones e importaciones. Inicialmente, se apuntó a uno equivalente entre 3 y 4% del PIB (Zahler, 1997), luego a uno de entre 4 y 5% (Massad, 1998)³⁹. Mientras la política cambiaria ha pretendido orientar la flotación del tipo de cambio hacia ese nivel, la política monetaria —con o sin apoyo de la política fiscal— se ha encargado de trabajar sobre la demanda interna, cuyo exceso sobre el producto ha de ser compatible con la meta de déficit de cuenta corriente.

³⁹ El incremento del déficit corriente considerado máximo tolerable puede vincularse a un cambio contable que ha abultado su medición. En efecto, ahora la cuenta corriente registra como egreso la totalidad de la utilidad devengada por la inversión extranjera en el país, y no sólo la remitida al exterior, como ocurría anteriormente.

La banda cambiaria define el margen de flotación permitida al tipo de cambio observado en el mercado (TCO) en torno al llamado tipo de cambio acuerdo (TCA), cuya trayectoria es fijada por el BCC. Originalmente, el TCA representaba la visión de la autoridad del nivel del TCR de equilibrio de largo plazo (Fontaine, 1989b). Para esos efectos, el TCA —y las correspondientes bandas— era reajustado diariamente en función de la diferencia entre la inflación nacional (según la variación de la UF) y una estimación de la inflación externa pertinente para Chile. En los ochenta, esa visión difería considerablemente de la del mercado, pues el financiamiento de la balanza de pagos provenía principalmente de las negociaciones oficiales de la deuda externa, cuyas perspectivas eran mejor apreciadas por las autoridades que por los operadores privados.

A partir de 1990, recobrado el acceso de Chile al mercado “voluntario” de capitales mundial, el mercado percibió una subvaluación del peso y se generaron fuertes entradas de capitales. A esas alturas, no existían razones para sostener *a priori* que la percepción del BCC respecto del TCR era más acertada que la del mercado. El BCC mantuvo, sin embargo, la intención de orientar al mercado en relación con su visión del equilibrio, a través del TCA. Una innovación importante —compatible con una mayor integración financiera con el mundo— fue la introducción en 1992 de la canasta referencial de monedas para la determinación del TCA, la cual persiguió ajustar diariamente ese precio en función de las variaciones diarias de las principales paridades de nuestro comercio exterior, de modo que reflejara un nivel constante de competitividad real frente al mundo⁴⁰.

Paulatinamente, sin embargo, el BCC optó por ceder a la tendencia hacia la apreciación del peso registrada en el mercado. Dictaminó entonces rebajas discretas en el TCA y ampliaciones de la banda en 1991, 1992, 1994 y 1997. Hacia fines de 1995, el TCA dejó de representar la visión oficial del *nivel* del TCR de equilibrio de largo plazo, con la introducción del descuento de 2% por “diferenciales de productividad”, y pasó a concebirse como una *trayectoria* de convergencia gradual hacia un equilibrio más bajo. Esa trayectoria fue rebajada nuevamente en 1997, al alterar la canasta referencial; y luego, en 1998, con sucesivas medidas. A consecuencia de ellas, el TCA que habría regido de haberse mantenido inalterable la fórmula que lo gobernaba en diciembre de 1995, sería un 10% mayor que el que terminó rigiendo en diciembre de 1997.

El señalado descuento del 2% por año se funda en un supuesto diferencial en las ganancias de productividad del sector transable, sin que hasta la fecha se hayan dado a conocer los estudios que sustentaron esa hipótesis y determinaron esa magnitud. Aunque es plausible la existencia de tal diferencial, el 2% parece

⁴⁰ La canasta referencial de monedas fue establecida en julio de 1992 para mantener el TCA y las bandas constantes en términos de poder adquisitivo respecto de los principales socios comerciales de Chile (Fontaine, 1992). Como aproximación se incluyeron sólo tres monedas: el dólar estadounidense (45% de peso), el marco alemán (30%) y el yen (25%). La variabilidad introducida por las fluctuaciones de estas monedas se consideró positiva, porque reducía el seguro cambiario implícito en la trayectoria de las bandas.

excesivo (Valdés y Délano, 1998). En cualquier caso, no podía sino validar la expectativa de una apreciación continua del peso⁴¹.

Dichas expectativas se vieron confirmadas en enero de 1997, cuando el BCC alteró la composición de la canasta de monedas que gobernaba al dólar acuerdo y fortaleció la vinculación del peso con el dólar, en desmedro del yen y las monedas europeas⁴². La explicación oficial fue que la fuerte devaluación de éstas respecto del dólar creaba una presión inflacionaria artificial. En realidad, tal posición no era sino la depreciación *nominal* del peso respecto del dólar necesaria para evitar su fortalecimiento *real*, en relación al promedio de los socios comerciales. A consecuencia de esta decisión, el mercado parece haber leído una clara intención de revaluación en la política cambiaria, anticipando que ello haría innecesario mantener las altas tasas de interés entonces vigentes para cumplir la meta inflacionaria (lo cual de hecho ocurrió), e internando voluminosos capitales del exterior, validando en los hechos la apreciación real del peso. Sólo en octubre de 1997, con motivo del estallido de la crisis asiática, el tipo de cambio se desprendió del piso y subió al interior de la banda, poniendo en peligro la meta inflacionaria para 1998. El BCC se apresuró a intervenir para graduar su alza y así minimizar su impacto inflacionario. Durante 1998, el principal empeño de la autoridad monetaria fue evitar que la depreciación del peso perturbara el cumplimiento de la meta de inflación y desmoronase su credibilidad, lo cual lo llevó a vender reservas internacionales y colocar internamente títulos en moneda extranjera. Debió, sin embargo, ceder ante el mercado y aceptar alguna depreciación, moderada con frecuentes intervenciones cambiarias y una política monetaria severamente restrictiva durante la segunda mitad de 1998.

La forma como se ejecuta la política de apreciación gradual no es enteramente evidente. Durante el período, el BCC mantiene y refuerza ciertos controles a las entradas de capitales y acumula reservas internacionales. Aparentemente, entonces, interviene para detener la apreciación⁴³. Sin embargo, como en el proceso acumula un alto volumen de reservas internacionales y, desde 1995 en adelante, da señales de preferir una apreciación gradual del peso, la interpretación general

⁴¹ El argumento es el familiar efecto Balassa-Samuelson sobre el precio relativo de los bienes transables (PT/PN) cuando la productividad laboral crece más rápido en ese sector que en el de no transables. Sin embargo, hay que considerar que TCR no equivale exactamente a PT/PN, sino a PT/P , donde P es el nivel promedio de precios, que incorpora tanto transables (PT) como no transables (PN). Puede demostrarse que si estos últimos pesan 60% en P —una aproximación correcta para Chile—, una reducción de 2% en TCR equivale a una de 3,3% en PT/PN. No hay evidencias que sustenten una diferencia sistemática tan grande entre el crecimiento esperado de la productividad en los sectores transables y no transables.

⁴² Inicialmente pudo pensarse que el dólar estaba subrepresentado en la canasta, porque muchas de las monedas asiáticas mantenían una paridad fija con él. Pero luego de la ola de devaluaciones de la segunda mitad de ese año ha quedado claro que la canasta original estaba bien construida. La devaluación del peso que ella estaba impulsando fue retrasada por la medida comentada, y finalmente cobró fuerza al interior de la banda diez meses más tarde, con el estallido de la crisis asiática.

⁴³ Corbo (1998), por ejemplo, sostiene que “el Banco Central ha luchado para evitar una apreciación real excesiva” (p. 5).

es que el riesgo de devaluación es nulo y el TCR va inexorablemente hacia abajo⁴⁴.

Desde luego, la decisión de “dejar caer” tan sólo gradualmente el TCR hasta fines de 1997 tiene ciertos méritos. En primer lugar, facilita el descenso de la inflación. Un banco central no comprometido con la rebaja de la inflación pudo haber explotado la subvaluación inicial de la moneda para precipitar un fuerte auge del gasto, con serias consecuencias para la estabilidad a mediano plazo. En segundo lugar, la estrategia gradualista da tiempo al sector transable para aumentar su productividad y hacer frente a la inevitable apreciación de la moneda⁴⁵.

La principal herramienta de la política cambiaria ha sido la variación de las reservas internacionales. En su empeño por graduar la caída del TCR, el BCC incrementó sus activos internacionales netos desde US\$ 2.950 millones en 1989 hasta US\$ 17.840 millones en 1997 (fines de año), o desde 34% hasta casi 80% de las importaciones anuales de bienes y servicios. Este importante esfuerzo fue sistemáticamente esterilizado y, como veremos en la sección próxima, le ha representado al BCC un alto costo financiero.

La política cambiaria se apoyó también en determinados controles a la entrada de capitales. El principal de ellos fue la imposición de un encaje a los créditos e inversiones financieras de 30%, a ser mantenido en dólares y sin remuneración por un año en el BCC⁴⁶. Otras medidas tendientes a limitar o condicionar las entradas de capitales incluyen la mantención de plazos mínimos de permanencia para las inversiones del exterior (un año, rebajado desde tres años a comienzos de la década) y la dictación de condiciones restrictivas para colocaciones de bonos y acciones de empresas chilenas en el exterior. Estas medidas persiguen facilitar la estabilización cambiaria pretendida por el BCC, porque al reducir la entrada de capitales, disminuirían la acumulación de reservas internacionales y sus correspondientes costos. Equivalen, entonces, a una suerte de impuesto cobrado

⁴⁴ Un contraejemplo de la política de apreciación gradual podría ser la depreciación del peso tolerada por el BCC durante los primeros meses de 1995, luego de la devaluación mexicana. Entre diciembre de 1994 y febrero de 1995 el tipo de cambio observado (TCO) experimentó un alza, aunque de sólo 2,5%. En marzo promedió un valor levemente inferior al del mes anterior, pero que representaba 2,6% sobre el TCA (a diciembre era 4,5% inferior), producto de la caída de éste, a consecuencia de la depreciación del dólar frente al marco alemán y al yen japonés. Le debo a Roberto Zahler esta observación.

⁴⁵ Zahler es explícito al respecto: “La política seguida permitió acomodar gradualmente el proceso de fortalecimiento del peso chileno, de manera de evitar ajustes traumáticos del mismo, dándole tiempo al sector empresarial para incrementar su productividad y reacomodarse a la nueva situación...” (Zahler, 1997).

⁴⁶ Al aplicarse el encaje sólo por un año, actúa de manera equivalente a los impuestos sugeridos por Tobin para las transacciones cambiarias. El encaje fue introducido en 1991 con una tasa de 20% y aplicado sólo sobre los créditos externos. En 1992 se elevó a 30% y extendió a los depósitos en moneda extranjera. En 1994 se aplicó a las compras de acciones vía ADR (excepto en su primera emisión) y en 1995 a toda inversión extranjera considerada “no productiva” o financiera. En septiembre de 1998, el encaje se rebajó a cero. Nótese que un programa con ciertas similitudes se aplicó también en 1978-1981.

por la autoridad monetaria con el propósito de cumplir su objetivo de tipo de cambio.

En la defensa de estas intervenciones se han dado esencialmente dos argumentos. El primero es que Chile, temporalmente, ya sea por la alta rentabilidad marginal de sus inversiones o por el objetivo de rebajar la inflación, requiere una tasa de interés superior al costo internacional de capital para el país (tasa internacional más premio por el llamado “riesgo soberano”). Los controles de capital —y particularmente el encaje— operan como una suerte de peaje, que regularía el caudal de créditos e inversión financiera. El segundo argumento es que ciertos capitales internacionales son esencialmente volátiles, proclives a ingresar a raudales o huir en tropel. Los controles limitarían esos capitales, evitando sus efectos desestabilizadores sobre el TCR y propendiendo a una estructura de financiamiento externo más segura.

Ambos argumentos son plausibles, pero, en mi opinión, no justifican la política seguida. Es posible que durante la fase de despegue económico la tasa de interés real de equilibrio sea relativamente alta. Pero, cuantitativamente, el efecto no parece muy importante. Bajo cambio flotante, esa diferencia de intereses entre el mercado local y el externo se traduciría en un TCR inferior al de equilibrio. En 1992-97, la tasa real de interés de captación en Chile (6,2%) no ha superado en dos puntos porcentuales la tasa internacional comparable (4,5%), de modo que bajo plena apertura de capitales y cambio flotante el TCR se habría estabilizado sólo 2% por debajo de su posición de equilibrio⁴⁷.

Por cierto, *ex post* el costo real de traer financiamiento en moneda extranjera ha sido muy inferior al de financiarse en moneda local (Cuadro 4). Pero ello no se debe tanto a la diferencial de tasas, sino a la apreciación sostenida del TCR. Como sostuvimos más arriba, esa tendencia es ocasionada tanto por el mercado en forma espontánea, como por acción de la autoridad. La caída del TCR ha compensado con creces el costo financiero del encaje. Ante esa expectativa los controles de capital son impotentes. De allí que los estudios disponibles sugieren que ellos en Chile no han sido eficaces para limitar el ingreso neto de capitales y tan sólo parecen haber afectado su composición (Valdés-Prieto y Soto, 1997).

El argumento de la volatilidad de los flujos de capitales ha cobrado cierta credibilidad luego de la crisis asiática, detonada por la huida de los inversionistas extranjeros. Una de las razones por las cuales Chile parecía menos propenso a ese riesgo era bajo endeudamiento externo de corto plazo, fruto probablemente de los controles y encajes. Sin embargo, la sorpresa ha sido que debido a la incertidumbre desatada a partir de la crisis asiática, Chile perdió 12% de sus reservas internacionales en el primer semestre de 1998 y mostró una salida neta de capitales

⁴⁷ En efecto, si estimamos en Libor + 1% el costo relevante para el endeudamiento externo financiero de corto plazo chileno, ello representaría 4,5% en dólares constantes en 1992-97 (Libor nominal de 5,0% e inflación según IPM de EE.UU. de 1,5%), el cual se compara con una tasa real de captación interna de corto plazo de 6,2%.

de corto plazo de más del doble del volumen registrado de tal deuda a fines del año anterior. La explicación de esta paradoja está en que en una economía abierta, también los acreedores de largo plazo y los inversionistas nacionales pueden querer cubrirse del riesgo de devaluación. Su acción ocasiona movimientos de corto plazo enteramente semejantes a los temidos “capitales golondrina”. La intención de regular la estructura de los pasivos internacionales puede ser entonces inútil. El mercado convierte, mediante operaciones contado o futuro, los largos plazos en cortos plazos, las posiciones en pesos en posiciones en dólares, la deuda en capital y viceversa, etc. En definitiva, la experiencia chilena muestra al regulador —el BCC— afanosamente tratando de calafatear y recalafatear un dique plagado de filtraciones⁴⁸. Y, por cierto, en la tarea introduce importantes distorsiones en el acceso al financiamiento externo (más barato por eludir el encaje) de los distintos agentes económicos, según la naturaleza de sus operaciones.

En mi opinión, la reglamentación cambiaria dictada por el BCC desde 1990 en adelante es significativamente diferente de lo pretendido en su ley orgánica. En efecto, ésta invirtió el principio tradicional de la legislación cambiaria chilena, según la cual toda operación de cambios estaba prohibida mientras no contara con autorización expresa o genérica de la autoridad, y lo sustituyó por uno exactamente opuesto: “Toda persona podrá efectuar libremente en el país operaciones de cambios internacionales” (art. 39°). Con fines de información y eventual control, estableció, sin embargo, la facultad del BCC para exigir que “determinadas” operaciones se efectúen a través del denominado mercado cambiario formal (MCF), constituido esencialmente por los bancos (art. 42°). Al establecer esta limitación, el BCC debe “individualizar, con precisión y de manera específica”, las operaciones afectadas. Su importancia radica en que son estas operaciones las únicas susceptibles de ciertas restricciones (como los encajes y otras más duras), las cuales tienen carácter excepcional y temporal. Deben fundarse en el hecho de exigirlo “la estabilidad de la moneda o el financiamiento de la balanza de pagos”, se establecen por un año (renovable) y están sujetas a quórum especial y veto del ministro de Hacienda. La filosofía del proyecto hacía de la libertad cambiaria el régimen normal, y de las restricciones un recurso excepcional a ser empleado en situaciones de emergencia (Fontaine, 1989a).

Desde la dictación del nuevo Compendio de Normas de Cambios Internacionales, en abril de 1990, la praxis de la legislación cambiaria se divorció del proyecto. Éste establece la lista de las operaciones circunscritas al MCF de acuerdo al art. 42°. Sin embargo, la nómina no es en absoluto “precisa” y “específica”, por cuan-

⁴⁸ Así, por ejemplo, el afán de controlar las entradas pasó a contradecirse con la sana intención de liberalizar las salidas de capitales. Después de todo, su repatriación masiva provocaría los mismos problemas cambiarios que los controles pretenden evitar. Adicionalmente, podrían prestarse para “disfrazar” créditos externos y burlar el encaje. Por eso, el retorno de los capitales chilenos del exterior también ha sido sometido a encaje, a no ser que cumpla ciertas formalidades que aseguren al Banco su carácter genuino.

to incluyó rubros genéricos destinados a abarcar todas las operaciones⁴⁹. Luego, en sorprendente contorsión del principio legal, procede a individualizar las operaciones *excluidas* de la obligación de efectuarse en el MCF, de modo que la norma general —la libertad cambiaria— es transformada en la excepción. El resultado práctico es que el BCC continúa administrando “caso a caso” la llave de las operaciones cambiarias autorizadas.

Es de destacar, sin embargo, que a contar de 1991 el BCC avanzó significativamente en la liberación de las inversiones y otras salidas de capitales hacia el exterior. La salida de capitales se estimó compatible con el objetivo de darle una trayectoria determinada al TCR, en situación de abundancia de divisas. El camino seguido fue exceptuarlas expresamente de la obligación genérica de efectuarlas a través del MCF. El proceso se hizo en forma gradual, a fin de evitar los efectos desestabilizadores de los movimientos de capitales bruscos, y se ha traducido en la virtual desaparición de la brecha de tipos de cambio entre los mercados formal e informal.

Mientras tanto, las entradas de capitales se mantuvieron restringidas en los términos ya explicados. Para estos efectos se hizo amplio uso de la facultad contenida en los artículos 49 y 50 de la ley orgánica del BCC. Aunque, para evitar movimientos desestabilizadores, es evidente que el levantamiento de las restricciones existentes a comienzos de la década debía ser paulatino, su fundamentación actual dista considerablemente de la concebida en la ley. Específicamente, sostiene que ellas son necesarias debido a la inestabilidad de ciertos flujos de capitales y la correspondiente volatilidad del tipo de cambio que su liberalización conllevaría. Sólo remota e indirectamente esos problemas podrían hacer que la estabilidad de la moneda o el financiamiento de la balanza de pagos *exigieran* medidas como las aplicadas, que son las únicas dos razones que, de acuerdo a la ley, justifican la imposición de restricciones cambiarias.

Más allá de las precisiones que puede merecer, en mi opinión el espíritu de la referida norma legal es claro. Autoriza a introducir restricciones temporales a la entrada de capitales cuando su afluencia masiva crea riesgo de grave inestabilidad de precios o crisis de pagos. Por ejemplo, el encaje a los créditos externos aplicado en 1991-92 se basó en el impacto que podría ocasionar la baja transitoria de los intereses en Estados Unidos. Sin embargo, la tendencia fue a mantener la restricción una vez que ese problema hubo terminado, y a extenderla a las inversiones externas consideradas financieras y la repatriación de capitales chilenos del exterior, que no cumplen ciertas condiciones. Esta extensa y permanente red de restricciones no parece compatible con el espíritu de la ley.

⁴⁹ Para mayor claridad transcribo el número 19 de la letra A del capítulo 2 del mencionado Compendio, que estipula las obligaciones de liquidación de moneda extranjera en el MCF: “En general, la liquidación a moneda nacional de las divisas adquiridas en el mercado cambiario formal, como consecuencia de contratos o convenciones gratuitos u onerosos, nominados o innominados, en virtud de los cuales una o ambas partes asumen la obligación de transferir el dominio de las divisas o proporcionar su posesión, uso, goce o mera tenencia tales como compraventa, permuta, donación, mutuo, aporte en sociedad, usufructo, depósito, comodato y arrendamiento”. El número 27 restringe en términos similares todos los pagos al exterior.

Para concluir, debo agregar que es perfectamente válido sostener que el volumen o la naturaleza de ciertos movimientos de capitales provoca daños. En ese sentido apuntan los argumentos del BCC respecto de la volatilidad excesiva de los capitales de corto plazo. También puede considerarse que el endeudamiento externo causa un impacto sobre la calidad crediticia general del país, “externalidad” que no es tomada en cuenta por los deudores privados. Por último, es válido plantear que los préstamos externos contraídos por el sector bancario son particularmente problemáticos porque suelen percibirse como amparados por un seguro estatal implícito o explícito. Todas estas razones pueden favorecer la ejecución de una cierta política de deuda externa. Al reducir el ámbito de las facultades del BCC en esta materia, su ley orgánica no se pronuncia en contra de los controles de capitales, ya sean permanentes o transitorios. Pretendió, en mi opinión, evitar que un órgano autónomo creara por disposición administrativa una suerte de impuestos o subsidios, los cuales constitucionalmente corresponden establecer al Congreso. La preservación de un ámbito limitado y objeto preciso para la acción del BCC se consideró un factor esencial para dar legitimidad y eficacia a su autonomía.

IV. EL FUNCIONAMIENTO DE LA INSTITUCIÓN

Como se señaló en la sección I, durante el debate sobre el proyecto de autonomía para el BCC, fueron ampliamente examinados los riesgos que ésta puede representar en cuanto a descoordinación entre los principales órganos de la política económica y a la carencia de mecanismos para hacer efectiva la responsabilidad del buen manejo de la institución. En esta sección hacemos una breve revisión de esos tópicos y agregamos un tercero, aquel de su solvencia patrimonial, como condición de autonomía.

Autonomía y descoordinación: Un reparo frecuente a la idea de la autonomía del Banco Central es que podría provocar descoordinación entre los principales responsables de la política macroeconómica. No es fácil imaginarse situaciones en que podría ser dañina tal situación (Eyzaguirre y Vergara, 1993). Por otra parte, como se señaló en la sección I, ese problema es consustancial a la división del poder y el propósito de la autonomía es evitar que —coordinadamente— las autoridades macroeconómicas abusen de su poder para cobrar el impuesto inflacionario o aplicar estrategias populistas.

La ley estableció ciertos mecanismos de comunicación entre el Ejecutivo y el BCC para reducir el riesgo de una dañina descoordinación: asistencia del ministro a las sesiones del Consejo del Banco, su capacidad para suspender por 15 días para segunda discusión la adopción de acuerdos y su derecho a veto. Aunque limitados, estos mecanismos parecen haber operado bien en el sentido de evitar manifestaciones graves de descoordinación. Ha habido unos pocos episodios de tensión entre las autoridades de ambas instituciones, pero ellos no parecen

haberse originado propiamente en la autonomía y son explicable en la puesta en marcha de la nueva institucionalidad. Un aspecto de funcionamiento interno que facilita la coordinación, cuya aplicación tardó innecesariamente, es la formalización de las sesiones del Consejo, para facilitar al ministro de Hacienda la expresión de opiniones discordantes o el eventual ejercicio de sus derechos de suspensión y veto.

Puede argumentarse que la coexistencia durante una buena parte de los noventa de una política fiscal más bien expansiva y una política monetaria de carácter restrictivo es prueba de la temida descoordinación. Como es sabido, esa mezcla macroeconómica empuja hacia arriba a las tasas de interés y hacia abajo al TCR. Pero, dada la política fiscal existente, habría sido un grave error que, en aras de una mejor coordinación, el BCC hubiere consentido en una política monetaria más permisiva. Al perseverar en su actitud antiinflacionaria, el Banco ha ayudado a hacer evidentes los costos de la expansión fiscal en términos de tasas de interés más altas y TCR más bajo.

En el tema de la descapitalización de la institución han emergido conflictos de cierta importancia. En primer lugar, la ya comentada política de estabilización del TCR en un período de fuertes entradas de capitales le significó al BCC acumular reservas internacionales e incurrir en elevadas pérdidas. Esa estrategia parece haber contado con el apoyo del Ejecutivo, pero hasta la fecha no se ha traducido en un compromiso formal de recapitalización del BCC. En segundo lugar, como se explica más abajo, el gobierno impulsó una modificación de los contratos de crédito subordinado vigentes entre el BCC y varios bancos comerciales, provenientes de las operaciones de rescate efectuadas luego de la crisis financiera de 1982-83. Esas modificaciones le impusieron al BCC negociar y reconocer pérdidas, nuevamente sin el apoyo explícito del Ejecutivo. Las tensiones ocasionadas por esta anómala situación desembocaron en la renuncia del entonces presidente del BCC. Nuevamente, este problema parece haberse originado más en fallas de manejo político que de diseño institucional.

Responsabilidades y transparencia: En el diseño de una institución autónoma, hay que hacerse cargo del problema de la responsabilidad pública de sus autoridades. En el caso del BCC, su administración superior está entregada al Consejo, órgano colegiado cuyos miembros son seleccionados mediante un proceso político (designación presidencial, previa aprobación por parte del Senado). El carácter colegiado del Consejo, que desempeña funciones ejecutivas, puede perjudicar la eficiencia de la institución. Sin embargo, la existencia de opiniones y posiciones dispares en su seno proporciona cierto control interno y propende hacia una mayor responsabilidad pública en la conducción de la institución.

La calidad de sus miembros depende exclusivamente de la responsabilidad con que el Presidente de la República y el Senado ejerzan su facultad para, respectivamente, designarlos y aprobarlos. La ley no establece requisitos, tales como experiencia previa o conocimiento de materias macroeconómicas, lo cual podría

dar lugar a nombramientos inapropiados (Tapia, 1993). Se supone que la nominación es objeto de un cuidadoso examen por el Senado, en el cual se consideran a fondo los méritos profesionales del candidato. En la práctica, la aprobación del Senado no ha tenido ese carácter.

Las circunstancias específicas de la instauración del primer Consejo aconsejaron su formación por profesionales representativos de diferentes corrientes políticas (Bianchi, 1994). Esta peculiar forma de constituir un banco central independiente pudo haber sido un obstáculo para un trabajo serio y no partidista por parte del Consejo (Tapia, 1998). Sin embargo, no hay evidencias que así haya ocurrido.

Los miembros del Consejo no cuentan con un mecanismo específico de incentivos para su buen desempeño, ni rinden cuentas a algún otro órgano. Sin embargo, la ley establece variadas fórmulas tendientes a dar transparencia y publicidad a los programas, acciones y resultados del BCC. Específicamente, éste debe informar al Presidente de la República y al Senado “respecto de las políticas y normas generales que dicte en el ejercicio de sus atribuciones” (art. 4º). Esta obligación se traduce en la presentación anual al ministro de Hacienda y al Senado de su programa (art. 80º) y de la memoria anual (art. 78º). El carácter público de estas presentaciones facilita su difusión.

El objetivo de estas presentaciones es crear una instancia para el debate y la evaluación pública de la gestión del BCC. La presentación del programa coincide con el inicio de la tramitación parlamentaria de la ley del presupuesto fiscal y supone ser un ingrediente clave en ese proceso. Ésta y otras instancias deben mantener informado al mercado sobre los propósitos y acciones del BCC. La ley presume que, en una economía abierta y competitiva, el mercado es el mejor juez de la autoridad y la mejor garantía de su buen desempeño.

Los mecanismos indicados parecen haber operado en la dirección prevista. El BCC mantiene razonablemente bien informado al mercado de sus resoluciones (incluido un extracto de las deliberaciones del Consejo) y resultados. Sin embargo, la transparencia todavía puede incrementarse significativamente dando a la publicidad oportunamente las actas completas de las sesiones del Consejo, perfeccionando la información estadística y aplicando a los estados contables del BCC los criterios y exigencias que enfrentan las sociedades anónimas abiertas.

La presentación de los estados financieros adolece de serias deficiencias. Como reconoce el dictamen de sus auditores, el Banco no se ajusta a los principios contables generalmente aceptados, por cuanto: i) hasta 1997 reflejaba su abultada posición de reservas al “dólar acuerdo”, significativamente distinto del de mercado⁵⁰, y ii) mantiene activadas importantes pérdidas originadas en las obligaciones subordinadas de los bancos.

⁵⁰ Esta práctica fue modificada y a contar de 1998 el tipo de cambio es utilizado en la contabilidad del Banco.

Las presentaciones al Senado han jugado un importante rol clarificador de los objetivos del BCC. Particular importancia ha adquirido la meta inflacionaria, como se indicó en la sección II. Sin embargo, no se conocen las deliberaciones del Consejo en la adopción de la meta ni la opinión del ministro de Hacienda, presente en la sesión. En ocasiones la meta parece haber sido “negociada” con el gobierno⁵¹. Tampoco existe un procedimiento formal para las eventuales modificaciones del programa y sus metas.

El Senado no parece haber desempeñado rol alguno en la evaluación de la gestión del BCC. Recibe anualmente, según dispone la ley, su memoria anual, pero no llama a sus autoridades (y podría hacerlo, al tenor del art. 4º de la ley orgánica) a explicar las desviaciones observadas respecto del programa solemnemente expuesto el año anterior. Tampoco se conocen llamados ocasionales del Senado a explicar medidas impuestas a lo largo del año, diferentes quizás de las insinuadas en el programa⁵². La imposición de ciertas restricciones cambiarias —cuyo carácter excepcional la ley exige que sea fundamentado en forma precisa— tampoco ha motivado la atención del Senado. Nada impediría, en mi opinión, establecer incluso presentaciones trimestrales o semestrales públicas que permitieran al país imponerse del “estado de avance” de los programas del BCC.

Autonomía y solvencia: Un aspecto que parece haberse descuidado de los mecanismos de información y control público es la preservación del patrimonio del BCC. La ley no contempla disposición alguna que obligue al Consejo a tomar en cuenta este propósito, aunque es de suponer que su importancia para la autonomía y el interés fiscal comprometido (y el ministro de Hacienda está presente en el Consejo) son suficientes para darle debida consideración.

En el Informe al Senado se ha tocado el tema de la situación patrimonial del BCC, su endeudamiento y frecuentes pérdidas⁵³. Sin embargo, el Informe no contiene propiamente los estados financieros presupuestados, como exige el art. 80º de su ley orgánica. Es más, nunca han sido objeto de análisis a fondo en esa

⁵¹ Zahler (1997): “La trayectoria anual de la meta de inflación fue decreciente, y su valor se fijó de común acuerdo con el Ministerio de Hacienda...” (pág. 29). El precedente puede ser peligroso.

⁵² Una excepción es la información entregada por el Banco relativa a la renegociación de la deuda subordinada de los bancos comerciales. El tema surgió de una iniciativa legal y motivó considerable controversia, incluso al interior del Consejo del Banco, cuyo presidente terminó renunciando. La información entregada por el Banco fue útil para aclarar los criterios empleados en esa negociación, cuyo interés fiscal ameritaba probablemente una participación directa del Ministerio de Hacienda.

⁵³ El Informe al Senado de 1998 contiene sólo un párrafo sobre el tema del endeudamiento y descapitalización del Banco en el Anexo 1 (Banco Central de Chile, 1998, p. 33). El de 1997, en cambio, presenta una original disquisición sobre la diferencia entre las pérdidas de caja (aparentemente importantes) y las meramente contables (cuyas consecuencias minimiza). Sin embargo, plantea que las primeras “podrían llegar a comprometer la estabilidad macroeconómica” (p. 25) y vaticina que sin una recapitalización del Banco “la propia autonomía se vería amenazada” (p. 26). Anuncia conversaciones sobre el tema con el Ministerio de Hacienda, cuyo desenlace, un año más tarde, es aún desconocido (Banco Central de Chile, 1997).

instancia las políticas respecto a: i) la administración de las reservas internacionales y ii) el volumen y composición del endeudamiento interno. Dichas políticas gravitan sobre los resultados del BCC y comprometen los intereses del fisco.

El BCC ha incurrido en una severa descapitalización. A 1989, el Banco contaba con un capital de US\$ 2.500 millones (en dólares constantes de 1999). Bajo el supuesto de que las pérdidas esperadas y no reconocidas en el balance asociadas a la obligación subordinada (que equivalía a la fecha a US\$ 5.500 millones) fuesen de 50%, su patrimonio neto habría sido negativo en casi US\$ 300 millones. En 1997, un cálculo semejante, incluyendo la contabilización de la posición de activos netos en moneda extranjera (casi US\$ 19.000 millones) a tipo de cambio de mercado, arroja un patrimonio negativo de US\$ 4.400 millones. La pérdida acumulada entre 1990 y 1997 asciende entonces a US\$ 4.100 millones y representa un promedio anual equivalente a 0,9% del PIB.

La ley le otorga al Consejo plena autonomía para administrar las inversiones y operaciones crediticias del BCC. En ocasiones, puede ser conveniente que éste incurra en pérdidas, por ejemplo, cuando la preservación del normal funcionamiento de los pagos le exige respaldar al sistema bancario o cuando determinadas operaciones monetarias afectan el valor económico de sus activos y pasivos. Enfrentado a situaciones semejantes, cabe esperar que el BCC consultará con el gobierno, con el fin de asegurarse la restitución del capital perdido. Es, en ese sentido, que debe interpretarse la disposición de la ley que permite al Consejo solicitar del gobierno “aportes específicos a su patrimonio” (art. 5º de la ley del Banco).

En el caso que nos ocupa, las pérdidas se han originado principalmente en la política cambiaria, la cual, en la defensa de la trayectoria de apreciación gradual del peso en términos reales, discutida en la sección II, llevó al BCC a acumular una alta posición de activos netos internacionales⁵⁴. No sabemos si las pérdidas fueron exacerbadas con la administración de las reservas y sus decisiones de endeudamiento, por cuanto, como ya se dijo, la información al respecto no es pública. Independientemente de la discusión acerca de los méritos de la política cambiaria seguida, llama la atención que el BCC haya asumido la plenitud de su costo, sin asegurar previamente, por parte del gobierno, la restitución patrimonial correspondiente. Ello no sólo habría cuidado la integridad del capital de la institución, sino que habría obligado al fisco a reflejar en su presupuesto el costo correspondiente y motivado probablemente una política fiscal más congruente con la estrategia cambiaria.

⁵⁴ En adición a las reservas internacionales, otro activo de importancia en manos del BCC es la deuda del fisco para con él, en la que se materializaron aportes de capital luego de la crisis financiera de principios de los 80. La deuda está denominada en moneda extranjera y devenga un interés inferior al del mercado interno (Libor más 0,5%). Exige de parte del fisco el pago de sólo 2% de interés, y la diferencia es automáticamente capitalizada.

La otra fuente de pérdidas es la obligación subordinada con los bancos. Ella se originó en el rescate de los bancos en la crisis financiera de 1982-83. En 1996, con motivo de una modificación legal, la generalidad de los bancos prepagaron la obligación remanente mediante pagos al contado, a plazo y dación en pago de acciones. El BCC ofreció descuentos sobre el valor contable de la obligación, reflejando sus expectativas de recuperación. En las negociaciones correspondientes, el tema del impacto patrimonial sobre el BCC por cierto estuvo presente, pero el fisco hasta ahora no ha comprometido su respaldo a través de la restitución del capital perdido.

Como lo ha reconocido oficialmente, el BCC está gravemente descapitalizado (ver nota 53). Aunque ello no le impide cumplir sus funciones ordinarias, es concebible que en una eventual crisis bancaria tendría dificultades para desempeñar apropiadamente su labor de prestamista de última instancia. Es más, la indiferencia del gobierno para abordar la recapitalización puede terminar creando inseguridad en los inversionistas respecto del repago de los bonos emitidos por el BCC, los cuales representan alrededor de 33% del PIB. La recapitalización del BCC es un tema prioritario.

¿Cómo evitar la repetición del problema? En esta materia es probable que la ley haya sido excesivamente tolerante. Una fórmula sería establecer una limitación al monto de los pasivos del BCC (Eyzaguirre y Vergara, 1993; Tapia, 1993). Por ejemplo, un coeficiente como el de Basilea (pasivo no exigible equivalente al menos al 8% del activo) tendría ese efecto. Aunque esta limitación le permitiría mantener un volumen de pasivos tan alto como el actual, al menos limitaría su capacidad para incurrir indefinidamente en pérdidas⁵⁵.

El criterio propuesto podría incorporarse en una modificación a la ley, la cual podría estipular que la violación del límite indicado, excepto por acuerdo del Consejo, con quórum especial y sujeto a veto por parte del ministro de Hacienda, haría aplicable el mecanismo de remoción del Consejo del Banco, estipulado en el art. 17°. Por cierto, la conveniencia y oportunidad de introducir la modificación legal propuesta debe evaluarse cuidadosamente. En el intertanto, haría bien el BCC en asumir un criterio semejante como limitación autoimpuesta en la escala de sus operaciones y exigencia de nivel patrimonial⁵⁶.

⁵⁵ Tapia (1998) es más drástico y aboga por la virtual eliminación de la facultad del Banco Central para incurrir en endeudamiento. Exhibe, como ejemplo, el bajo endeudamiento de los bancos centrales de Estados Unidos, Alemania y Japón. Propone que el *stock* actual de la deuda sea transferido al fisco. Son evidentes las ventajas de un arreglo semejante; sin embargo, su aplicación exigiría revisar la función de prestamista de última instancia que desempeña el Banco Central.

⁵⁶ A 1997, el patrimonio faltante para cumplir con el criterio propuesto del 8% de los activos (a enterarse incluyendo la base monetaria) sería de US\$ 4.000 millones, aproximadamente.

V. CONCLUSIÓN

El establecimiento de un banco central autónomo en 1989 fue una importante contribución a la estabilidad macroeconómica, al desarrollo económico y a una convivencia política sana. La institución se concibió como un guardián de la disciplina económica a fin de asegurar la progresiva disminución de la inflación y la prevención de las crisis bancarias y de balanza de pagos.

A grandes líneas, el comportamiento del BCC autónomo ha sido concordante con el proyecto que le dio origen. Particularmente destacable es su compromiso con la reducción de la inflación, traducido en metas anuales marcadamente declinantes y generalmente cumplidas. Ello le ha conferido al BCC una sólida reputación antiinflacionaria, si bien su zigzagueante política monetaria —con tres profundos ciclos consecutivos de ajuste y desajuste en ocho años— ha provocado costos reales y retardado innecesariamente el avance.

De la revisión del desempeño del BCC surgen tres inquietudes, íntimamente conectadas. La primera es que, particularmente desde 1995, la política antiinflacionaria ha pasado a descansar en la apreciación gradual del peso en términos reales, estrategia sostenible sólo en condiciones externas inusualmente favorables. Ello ha contribuido a la gestación de un exceso de gastos superiores al 4-5% del PIB, incluso con anterioridad al advenimiento de la crisis internacional de 1998. Esto ofrece la perspectiva de una futura alza del TCR, que no sería fácil conciliar con las metas de inflación declinante. Es posible que mediante la apreciación cambiaria el BCC haya diferido el costo social de reducir la inflación y que ahora que el TCR parece destinado a subir, la preservación de los avances logrados exija un período prolongado de crecimiento inferior al potencial, tanto en el producto como en el empleo. Desde esa perspectiva, la determinación antiinflacionaria del BCC quizá no haya sido todavía puesta verdaderamente a prueba.

La segunda inquietud dice relación con la discrecionalidad en materia de controles cambiarios, la cual, en mi opinión, excede largamente el espíritu de su ley orgánica. Es esa discrecionalidad —fundada en el objetivo de proteger a la economía chilena de los vaivenes de los capitales externos— la que ha alentado la imagen dominante de que el TCR es administrado por el BCC. Como en esa administración parece haber mostrado una preferencia por la apreciación gradual del peso —impidiendo tanto las caídas bruscas (que despertarían quejas de los exportadores) como las alzas bruscas (que comprometerían la meta de inflación)—, el mercado ha confiado demasiado en la estabilidad cambiaria e incurrido en el exceso de gastos comentado. La intervención discrecional en el mercado cambiario se vio acentuada cuando, con motivo de la crisis cambiaria, las expectativas del mercado se volvieron contra el peso. Entonces no sólo el BCC combatió la depreciación del peso vendiendo reservas internacionales, sino que se valió también de una política monetaria severamente contractiva, responsable directa de las tendencias recesivas que emergieron hacia fines de 1998. La tarea de integrar nuestro mercado financiero y cambiario al mundo, bajo

un marco normativo liberal, como preveía la ley para tiempos normales, está pendiente.

Finalmente, la descapitalización del BCC sugiere, primero, la necesidad de restablecerle pronto un patrimonio adecuado y, segundo, de adoptar medidas para no incurrir nuevamente en el problema. La descapitalización actual atenta contra la autonomía del BCC y puede limitarlo en el cumplimiento de su gestión. Su gestación refleja que los mecanismos de control contenidos en la ley —transparencia y vigilancia pública a través del Senado— no fueron suficientes. A futuro debería contemplarse limitar por ley la capacidad del Banco para incurrir en pérdidas tan voluminosas sin la venia del gobierno, el cual más tarde ha de resarcirlo del capital perdido.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Arellano, J. P., "Comentarios al Proyecto de Ley del Banco Central", *Cuadernos de Economía*, Año 26, N° 77, pp. 91-96, PUC, abril, 1989.
- Arellano, S. y F. Larraín, "Tipo de Cambio Real y Gasto Público: Un Modelo Econométrico para Chile", *Cuadernos de Economía*, PUC, abril, 1996.
- Arrau, P., J. Quiroz y R. Chumacero, "Ahorro fiscal y tipo de cambio real", *Cuadernos de Economía*, Pontificia Universidad Católica de Chile, diciembre, 1992.
- , *Legislación Económica de Chile y de Comercio Internacional*, 1982.
- , "Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile", 1990.
- , "Proyecto de Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile", 1988.
- , "Evolución de la Economía Chilena, Perspectivas: Informe al Senado" (varios años).
- Banco Central de Chile, "Proyecto de Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile", 1998.
- Barro, R. y D. Gordon, "A Possitive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", *Journal of Political Economy*, 91, N° 104, pp. 101-121, 1983.
- Barro, R., "Optimal Management of Indexed and Nominal Debt", *Documento de Trabajo del Banco Central*, N° 26, abril, 1998.
- Bianchi, A., "La Autonomía del Banco Central de Chile", *Testimonios sobre la actuación de la Banca Central*, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México, D.E., 1994.
- Budnevich, C. y G. Le Fort, "La Política Fiscal y el Ciclo Económico en el Chile de los Noventa", *Documento de Trabajo del Banco Central*, N° 20, octubre, 1997.
- Corbo, V. y S. Fischer, "Lessons from the Chilean Stabilization and Recovery", en B. Bosworth *et al.* (eds.), *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges*. Washington, D.C., Brookings Institution, 1994.
- y B. Piedrabuena, "La Dinámica de la Inflación Chilena". En F. Morandé y F. Rosende (eds.), *Estudios de la Inflación Chilena*. CEP/ILADES, 1996.
- , "Reaching one-digit Inflation; The Chilean Experience", mimeo, prepared for presentation at the Annual Conference on Applied Economics, Universidad del CEMA, Buenos Aires, Argentina, septiembre, 1998.

- Cukierman, A., *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*, MIT Press, 1992.
- De Gregorio, J., "Inflación, crecimiento y bancos centrales: Teoría y evidencia empírica", *Estudios Públicos*, 62, pp. 29-76, otoño, 1996.
- De La Cuadra, S. y Valdés-Prieto, S., "Myths and Facts about Financial Liberalization in Chile: 1974-83", en P. Brook (ed.), *If Texas Were Chile*, ICS Press: San Francisco, 1992.
- Dornbusch, R. y Edwards, S. (eds.), *Macroeconomic Populism in Latin America*. University of Chicago Press, 1991.
- Edwards, S., "Exchange Rates, Inflation and Disinflation: Latin American Experiences", NBER Working Paper N° 4320, abril, 1993.
- , "Exchange Rate Anchors, Credibility, and Inertia: A Tale of Two Crises, Chile and Mexico", *American Economic Review*, mayo, 1996.
- Eyzaguirre, N. y Rojas, P., "Las Políticas Monetaria y Cambiaria en Chile durante los Noventa", mimeo, Banco Central. Enero, 1995.
- y Vergara, R., "Reflexiones en torno a la experiencia de la autonomía del Banco Central de Chile". *Cuadernos de Economía*, 91, PUC, diciembre, 1993.
- Fontaine, J. A., "Banco Central: Autonomía para cautelar la estabilidad", *Cuadernos de Economía*, Año 26, N° 77, PUC, abril, 1989a, pp. 65-74.
- , "The Chilean Economy in the Eighties: Adjustment and Recovery". En Edwards, S. y Larrain, F. comps., *Debt, Adjustment and Recovery*, Oxford: Basil Blackwell, 1989b.
- , "Observaciones sobre la experiencia macroeconómica chilena de 1985-89", *Estudios Públicos*, 40, 1990.
- , "La Administración de la Política Monetaria en Chile, 1985-89", *Cuadernos de Economía*, 832, abril, 1991.
- , "Una Alternativa Cambiaria", *Puntos de Referencia*, 98, Centro de Estudios Públicos, 1992.
- , "Applying Monetarism: What Have We Learned?", Dorn y Salinas-León (eds.), *Money and Markets in the Americas: New Challenges for Hemispheric Integration*, The Fraser Institute, Vancouver, Canadá, mayo, 1994a.
- , "Inversiones Extranjeras por Fondos de Pensiones: Efectos sobre la Política Macroeconómica", *Cuadernos de Economía*, Año 31, N° 93, pp. 161-183, PUC, agosto, 1994b.
- , *La Construcción de un Mercado de Capitales: el caso de Chile*, Banco Mundial, Washington, D.C., 1996.
- Hetzl, R., "Indexed Bonds as an Aid to Monetary Policy", *Economic Review of the Federal Reserve Bank of Richmond*, pp. 13-23, enero-febrero, 1992.
- Kydland, F. y E. Prescott, "Rules Rather than Discretion: The inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, pp. 473-491, junio, 1977.
- Massad, C., "La función técnica y la función política del Banco Central: Anatomía prenatal", *Cuadernos de Economía*, Año 26, N° 77, pp. 75-90, PUC, abril, 1989.
- , "La Política Monetaria en Chile", *Economía Chilena*, Banco Central de Chile, Vol. 1, N° 1, agosto, 1998.
- Morandé, F. y K. Schmidt-Hebbel, "Inflation Targets and Indexation in Chile", mimeo, Banco Central de Chile, 1997.

- Rojas, P., "Objetivos de Inflación: Consideraciones teóricas y evidencia empírica", *Estudios Públicos*, 65, Centro de Estudios Públicos, verano, 1997.
- Rosende, F., "Elementos para el diseño de un marco de análisis de la autonomía del Banco Central", *Cuadernos de Economía*, Año 26, N° 77, pp. 25-38, PUC, abril, 1989.
- , "La Autonomía del Banco Central de Chile: Una Evaluación Preliminar", *Cuadernos de Economía*, Año 30, N° 91, PUC, diciembre 1993, pp. 293-326.
- , "Política Monetaria y Movimientos de Capital en Chile", *Cuadernos de Economía*, Año 33, N° 98, PUC, abril 1996, pp. 9-45.
- , "La autonomía del Banco Central una vez más", *Cuadernos de Economía*, Año 34, N° 101, pp. 3-25, PUC, abril 1997.
- , "Política Monetaria en Chile en los 90: Un Ejercicio No Neutral", *Revista Perspectivas*, por publicarse, agosto, 1998.
- Shiller, R., "Indexed Units of Account: Theory and Assessment of Historical Experience", *Documento de Trabajo del Banco Central*, N° 28, abril, 1998.
- Tapia, D., "Experiencia del Banco Central Autónomo", *Cuadernos de Economía*, Año 30, N° 91, PUC, diciembre, 1998, pp. 349-355.
- Valdés-Prieto, S., "Control de cambios en países en desarrollo", *Cuadernos de Economía*, Año 26, N° 77, PUC, abril 1989, pp. 115-144.
- , "Ajuste estructural en el mercado de capitales: la evidencia chilena", en Wisecarver (eds.), *El modelo económico chileno*, CINDE, 1992.
- y M. Soto, "The Effectiveness of Capital Controls: Theory and Evidence from Chile", mimeo, Pontificia Universidad Católica de Chile, septiembre, 1997.
- Valdés, R., "Efectos de la política monetaria en Chile", *Cuadernos de Economía*, Año 35, N° 104, pp. 97-125, PUC, abril 1998.
- y Délano, V., "Productividad y Tipo de Cambio Real en Chile", *Documento de Trabajo del Banco Central*, diciembre, 1998.
- Vergara, R., "Política cambiaria en Chile: La experiencia de una década (1984-1994)", *Estudios Públicos*, 56, Centro de Estudios Públicos, primavera, 1994.
- Walker, E., "The Chilean Experience Regarding Completing Markets with Financial Indexation", *Documento de Trabajo del Banco Central*, 29, abril, 1998
- Zahler, R., "La inserción institucional del Banco Central de Chile", *Cuadernos de Economía*, Año 26, N° 77, pp. 97-114, Pontificia Universidad Católica de Chile, abril, 1989.
- , "La Política Macroeconómica de Chile en los Años Noventa: La Visión del Banco Central", mimeo, CEPAL, diciembre, 1997. ●