

POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN CHILE DURANTE LOS NOVENTA

Patricio Rojas

En este trabajo se describen y analizan los condicionantes que prevalecieron en la definición de los objetivos económicos y en el diseño de las políticas económicas en Chile durante la década de los noventa. En particular, durante gran parte de esa década, el diseño de las políticas monetaria y cambiaria se desarrolló bajo dos condicionantes. El primero de ellos tuvo relación con el relajamiento de la restricción externa que primó durante gran parte de la década anterior, mientras que el segundo se refiere al entorno generalizado de alta indexación que ha desarrollado la economía chilena en los últimos treinta años. En este contexto, debido a la autonomía del Banco Central, durante los primeros años de la década del noventa el objetivo prioritario de política económica pasó a ser, gradualmente, el obtener una reducción en la tasa de inflación, mientras el objetivo cambiario se modificaba hacia uno en favor de la obtención de un tipo de cambio real que fuera acorde con el equilibrio de las cuentas externas en el mediano plazo. Aun cuando estos objetivos de política aún se mantienen, la crisis asiática y el nuevo escenario de flujos de capitales han cambiado el contexto en que se desarrolla actualmente la política monetaria y cambiaria en Chile. En particular, este escenario de mayor volatilidad y de menor abundancia de flujos de

PATRICIO ROJAS R. Ph.D. en Economía, MIT. Profesor del Instituto de Economía de la P. Universidad Católica de Chile e investigador asociado del Centro de Estudios Públicos.

capitales ha significado que el Banco Central no ha tenido que enfrentar el dilema de evitar la apreciación excesiva del peso, en circunstancias que las tasas reales de interés en Chile todavía se ubican por encima de las internacionales. Es más, las actuales condiciones han permitido que la política monetaria de tasas reales de interés cuente con un grado de independencia relativamente mayor que en el pasado, situación que debería ayudar al manejo monetario y, de esta forma, facilitar el logro de los objetivos de estabilidad de precios y mantención de los equilibrios de las cuentas externas, metas que siguen siendo las principales directrices de la política macroeconómica chilena.

1. Introducción

Durante gran parte de la década de los noventa, el diseño de las políticas monetaria y cambiaria se ha desarrollado bajo dos condicionantes fundamentales. El primero de ellos tiene relación con el relajamiento de la restricción externa o escasez de divisas que tendió a primar en la década anterior, mientras que el segundo se refiere al entorno generalizado de alta indexación que ha desarrollado la economía chilena durante los últimos treinta años. En particular, la entrada masiva de capitales a partir de 1990, llevó no sólo a que la política monetaria perdiera grados de libertad sino que la obtención del objetivo cambiario de un tipo de cambio real alto, que había prevalecido en toda la segunda mitad de los ochenta, se viera en dificultad frente al objetivo monetario de reducción de la inflación mediante una política monetaria restrictiva que ha mantenido tasas reales de interés domésticas por sobre las tasas internacionales. Paralelamente, el alto grado de indexación de la economía chilena dificultó una estrategia de reducción rápida de la inflación, llevando a las autoridades a preferir una política gradualista de desinflación en vez de una de shock en los noventa.

A su vez, la autonomía del Banco Central de Chile, decretada a fines de 1989, sumada a la relajación relativa de la restricción externa, hizo que durante los primeros años de la presente década el objetivo prioritario de política económica pasara gradualmente a ser el de obtener una reducción en la tasa de inflación, siempre teniendo en consideración que el mejoramiento del frente externo necesitaba consolidarse para abandonar en mayor medida el objetivo de hacer frente a la restricción externa que había prevalecido en gran parte de los ochenta. En efecto, la realidad de abundantes flujos de capital y mejores condiciones externas que se vivieron durante los

primeros años de los noventa llevaron a que el objetivo cambiario seguido hasta entonces, de lograr un tipo de cambio real alto, empezara a perder fuerza en favor de un objetivo de tipo de cambio real que fuera acorde con el equilibrio de las cuentas externas en el mediano plazo.

Si bien la experiencia de la crisis de principios de los ochenta y el deseo de no repetir un episodio de excesivas restricciones externas, llevó a evitar sostenidamente la apreciación cambiaria en los primeros años de los 90, ésta se hizo insostenible cuando los flujos de capital empezaron a llegar en magnitudes importantes y a la vez la cuenta corriente mejoraba significativamente. No obstante esta situación, la apreciación cambiaria no fue un problema para el equilibrio macroeconómico en los primeros siete años de la década, por cuanto las ganancias de productividad que experimentó la economía durante ese período, permitieron, en términos generales, acomodar esta apreciación como una de equilibrio.

Sin embargo, a partir de 1997, las ganancias de productividad ya no fueron suficientes para acomodar la apreciación del peso, lo que sumado a una política monetaria más flexible que la requerida, llevaron a que la economía chilena exhibiera en 1997 una situación de exceso de gasto mayor a la sostenible. En efecto, la economía chilena exhibió en 1997 una apreciación excesiva del peso, la cual entre diciembre de 1996 y octubre de 1997 alcanzó a 10,4% en términos reales. Si bien durante gran parte de los noventa la apreciación del peso había sido considerada de equilibrio, por cuanto las ganancias de productividad y el alto nivel alcanzado por el tipo de cambio real a principios de los noventa permitieron acomodar una apreciación real cercana a 25% entre 1990 y 1996, estos elementos ya no fueron suficientes para aceptar la magnitud de la apreciación de 1997, la cual llevó a que el tipo de cambio real se ubicara por debajo de su nivel de equilibrio de largo plazo. En efecto, Rojas (1997) mediante la estimación de un modelo de tipo de cambio real concluía que éste se encontraba alrededor de 7% por debajo de su nivel de equilibrio a fines de 1997.

Así, al analizar el desempeño de la economía chilena hacia fines de 1997, se observaba que ésta se encontraba creciendo por encima de su producto potencial, con un exceso de gasto interno y falta de ahorro doméstico e iniciando un proceso de aceleración de la inflación. En particular, el alto nivel de déficit de cuenta corriente indicaba que la vulnerabilidad de la economía estaba incrementándose y el crecimiento económico era altamente dependiente del ahorro externo. En efecto, la economía venía creciendo a una tasa promedio anual por encima de 7%, considerada en ese entonces como el nivel potencial, mientras el gasto interno crecía en promedio por encima del ingreso nacional disponible generando un déficit de ahorro que

debía ser financiado por el exterior para así lograr el equilibrio de ahorro e inversión.

Así, durante 1998 la economía chilena debió iniciar un proceso de ajuste que era necesario no sólo por la magnitud que alcanzó la crisis internacional sino también porque la economía doméstica ya venía mostrando en los últimos años un problema de exceso de gasto que hacia fines de 1997 se hizo evidente. En general, es posible sostener que la crisis asiática permitió desnudar una falencia que la economía chilena arrastraba desde hacía algunos años, como es su falta de ahorro doméstico o exceso de gasto¹, situación que producto de términos de intercambio favorables tendió a ser minimizada y no ocupó un lugar importante en la agenda de políticas. En efecto, se pensaba que la economía podía seguir creciendo a tasas elevadas por algunos años más sin requerir de un ajuste de gasto, mientras se utilizaba un monto importante de ahorro externo para financiar la inversión que era necesaria para mantener una tasa de crecimiento cercana al potencial.

En este contexto, la evidencia indicaría que la economía chilena requería de un ajuste aun sin crisis en Asia y que esta última adelantó un ajuste que más temprano que tarde debía de realizarse.

No obstante las políticas restrictivas que se han implementado en la economía chilena durante 1998 y 1999, la experiencia de la crisis asiática y el nuevo escenario de flujos de capitales que han tenido que enfrentar las economías emergentes en este período han llevado a cambiar el marco en que se desarrolla actualmente la política monetaria y cambiaría en Chile. En particular, las menores ganancias de productividad que empezó a mostrar la economía chilena desde finales de 1996 no permitieron continuar acomodando la fuerte y sostenida apreciación real que exhibió el peso entre 1990 y 1996. Adicionalmente, la mayor volatilidad externa de los mercados de capitales desde mediados de 1997, sumado a la relativa menor disponibilidad de capitales respecto de la exhibida en la primera mitad de la década, llevaron a que la expectativa de la paridad peso/dólar se modificara desde una con una clara tendencia a la apreciación del peso (que rigió durante los primeros siete años de la década) hacia una de mayor volatilidad pero con un sesgo a la depreciación del peso. Esta situación llevó primero a que en septiembre de 1998 se suspendieran ciertos controles de capital (encaje de 30% a los capitales externos se redujo a 0%) y, posteriormente, en septiembre de 1999 se abandonara la banda de flotación por un sistema de libre flotación.

¹ Lo que es lo mismo que exhibir crecientes déficits de cuenta corriente.

En este escenario de mayor volatilidad y de menor abundancia de flujos de capitales, el Banco Central no ha necesitado continuar con el dilema de evitar la apreciación excesiva del peso, en circunstancias que las tasas reales de interés en Chile todavía se ubican por encima de las internacionales. Es más, las actuales condiciones han permitido que la política monetaria de tasas de interés cuente con un grado de independencia relativamente mayor que en el pasado, situación que debería ayudar el manejo monetario y, de esta forma, facilitar la obtención de los objetivos de estabilidad de precios y mantención de los equilibrios de las cuentas externas, objetivos que continúan guiando las principales directrices de la política macroeconómica chilena.

En materia de resultados, durante la década de los noventa la economía chilena ha presentado un nivel de alto crecimiento, con bajo desempleo y una sostenida reducción de la tasa de inflación. En efecto, entre 1990 y 1998 el producto ha crecido a una tasa promedio del 7,3%, el que ha sido liderado por las exportaciones y por la inversión. Los altos y sostenidos niveles de actividad han llevado a un creciente aumento del empleo, lo que se ha reflejado en una caída de la tasa de desempleo desde alrededor de un 7% en 1989 a un 5,3% en diciembre de 1997, para posteriormente incrementarse a un 7,2% a fines de 1998. Finalmente, la tasa de inflación ha caído sostenidamente durante este período desde alrededor de un 27% en 1990 a 4,7% en diciembre de 1998.

El objetivo del este trabajo es describir y analizar los condicionantes y elementos fundamentales que han primado en la definición de los objetivos económicos y del diseño de políticas económicas durante la década de los noventa.

2. Diseño de la política económica en los noventa

2.1. Las distintas políticas macroeconómicas y su interrelación

A fines de 1989 el Banco Central pasa a ser independiente del Gobierno con el explícito objetivo de estabilidad de precios, además del normal funcionamiento de los pagos internos y externos. En este nuevo contexto institucional y de cierta relajación en la restricción externa, el objetivo prioritario de política económica pasó gradualmente a ser el de obtener una reducción en la tasa de inflación. En este escenario las políticas fiscal, monetaria y cambiaria han constituido instrumentos claves de la política económica para alcanzar y preservar los equilibrios macroeconómi-

cos fundamentales, tanto en lo concerniente a la estabilidad de precios y del sistema de pagos —equilibrio interno—, como en lo atinente al equilibrio del sector externo.

La obtención del *equilibrio interno*² hace necesario que las políticas monetaria y fiscal tengan como orientación fundamental cautelar que, como tendencia, *el crecimiento del gasto interno se encuentre alineado con el incremento del potencial productivo de la economía*. Adicionalmente, la conveniencia y posibilidad de complementar el ahorro doméstico con recursos de origen externo en el financiamiento de la inversión hacen deseable que *el nivel* del gasto doméstico exceda al ingreso nacional o, lo que es lo mismo, que la cuenta corriente de la balanza de pagos presente un déficit. En este sentido, durante los noventa se ha estimado que la preservación del *equilibrio externo* equivale a acomodar un déficit de cuenta corriente en relación al producto, de tendencia, en el rango de 3% a 4% del PIB.

Si bien el monto preciso del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos conveniente para un país como Chile es difícilmente precisable, el rango antes mencionado surge de tres criterios ordenadores. En primer lugar, un déficit de tendencia en la cuenta corriente de esa magnitud permite mantener estables o mejorar levemente los indicadores habituales de solvencia externa, tales como el coeficiente de la deuda externa en relación al PIB o a las exportaciones. En segundo lugar, aquel rango se acerca a la evidencia histórica reciente y a proyecciones prudentes con base en la información actualmente disponible, relativa a la oferta externa hacia Chile de financiamiento externo *neto de mediano y largo plazo*, es decir, de naturaleza más permanente. Por último, pero no por ello menos importante, registros sistemáticos de niveles de déficit de cuenta corriente significativamente superiores, aunque puedan considerarse financiables durante cierto plazo, dejarían a la economía chilena muy expuesta o vulnerable a cambios repentinos en las condiciones de liquidez, tasas de interés y/o expectativas de los mercados financieros internacionales, como consecuencia, por ejemplo, de eventuales alzas en las tasas de interés en los países industriales, vuelcos adversos inesperados en economías de la región o caídas significativas en los términos de intercambio de Chile.

Sin perjuicio de lo anterior, en el corto plazo pueden presentarse fluctuaciones transitorias en el saldo de la cuenta corriente de la balanza de

² Definido éste como el uso adecuado de los recursos productivos del país, en el sentido de promover el empleo de los mismos en una magnitud tal que no se generen presiones inflacionarias adicionales a las programadas.

pagos que absorban los choques temporales de términos de intercambio, suavizando así la evolución del gasto agregado. Con todo, aceleraciones excesivas en el nivel de gasto se traducen en presiones inflacionarias en el plano interno y/o en un déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos insostenible en el plano externo, con consecuencias que tarde o temprano deben enfrentarse a través de la aplicación de fuertes medidas de ajuste, como ha ocurrido en Chile recientemente y en la mayoría de las economías latinoamericanas durante el presente año. En este contexto, es una tarea primordial para el Banco Central el evitar la amplificación de este curso cíclico en los niveles de gasto y actividad, por cuanto lleva a una mayor inflación, introduce fricciones en los mercados laborales y crediticios y, en el mediano y largo plazo, afecta negativamente las perspectivas de desarrollo de la economía, pues la incertidumbre disminuye el ritmo de la inversión y tiene negativas consecuencias sobre nuestras posibilidades de financiamiento externo.

En este marco, y dado el nivel de ahorro interno de Chile, la política monetaria ha procurado situar las tasas de interés de mercado en un rango coherente con los objetivos de equilibrio interno y equilibrio externo anteriormente mencionados. Por su parte, la política fiscal ha contribuido durante gran parte de estos años a generar un ahorro fiscal significativo, así como un superávit en las cuentas globales del tesoro público. El ahorro fiscal ha alcanzado en promedio 4,6% del PIB en el período 1990-1998. Este ahorro ha sido indispensable e importante, pues ha *permitido más que compensar el desahorro o déficit cuasifiscal que registra el Banco Central*, que se ha generado principalmente como consecuencia directa e indirecta del 'salvataje' del sistema financiero doméstico llevado a cabo a comienzos de los ochenta y de la política de esterilización de las operaciones de cambio que el instituto emisor ha realizado en los años noventa.

Cabe destacar que la incidencia macroeconómica de la política fiscal es más amplia. En particular, puede contribuir significativamente al objetivo de contener presiones inflacionarias adicionales si se procura que la absorción pública crezca a un ritmo menor al del producto potencial. En el período 1990-1998 la absorción pública ha crecido, en promedio, en torno al ritmo de crecimiento del producto potencial. Sin embargo, en los últimos años lo ha hecho a un ritmo más acelerado, situación que se espera sea corregida a partir del año 2000. De ser así, la política fiscal podría contribuir a aminorar la amplitud y profundidad de los futuros ciclos de actividad e inflación, limitando y estabilizando su ritmo de crecimiento anual. Cabe destacar que el presupuesto del año 2000 se ha encaminado en este sentido, contemplando un crecimiento del gasto público total de 3,3%

anual mientras el crecimiento del PIB se estima en alrededor de 5,5%-6,0% en igual período.

Asimismo, la autoridad fiscal dispone de otros instrumentos que también contribuyen al control de la inflación. En efecto, en la medida que la política de reajustes de los salarios públicos esté vinculada al crecimiento de la productividad de dicho sector y a las *expectativas de inflación futura asociadas a la meta de inflación del Banco Central*, no se generarán presiones internas adicionales sobre los precios. Lo anterior contribuye tanto a que el gasto público se mantenga bajo control, como a evitar mayores presiones de costos a través de la señal que se entrega en las negociaciones laborales del sector privado.

2.2. El rol del Banco Central³

La Ley Orgánica constitucional del Banco Central de Chile en su Título III, párrafo cuarto, define en términos generales el rol del Banco Central en relación a la regulación del sistema financiero y del mercado de capitales. Entre otras disposiciones, se establece que el Banco Central dictará las normas a las que estarán sujetas las instituciones financieras en lo concerniente a captación de fondos, pago de intereses en cuentas corrientes, intereses máximos, cámaras de compensación y las posiciones que pueden tomar los bancos en distintas operaciones (dólar, UF, etc.), así como deberá dictar la normativa referente a las empresas cuyo giro sea la emisión u operación de tarjetas de crédito, etc.

Por otra parte, en el párrafo quinto del mismo Título de la Ley Orgánica se dictan las normas relativas a las facultades del Banco Central para cautelar la estabilidad del sistema financiero. En particular, se establece aquí que el Banco Central otorgará préstamos a instituciones financieras por plazos reducidos cuando éstas presenten problemas de liquidez. En tanto, la Ley General de Bancos precisa que, en caso de declararse la liquidación forzosa de una institución bancaria, los depósitos y obligaciones a la vista se pagarán con cargo a los fondos que se encuentran en caja, depositados en el Banco Central, o de reserva técnica. Si estos fondos fueran insuficientes se deberá proceder a efectuar dichos pagos con la mayor diligencia y premura. Para esto el Banco Central deberá proporcionar los fondos faltantes. Estos fondos del Banco Central tendrán luego preferencia entre los acreedores.

³ Véase Reinstein y Vergara (1993).

Es así como los depósitos a la vista están totalmente garantizados y su pago se hace en forma inmediata al declararse la liquidación de una entidad bancaria. El rol del Banco Central es mantener en funcionamiento el sistema de pagos, proveyendo los fondos que hagan falta para hacer frente a las obligaciones a la vista de la institución en problemas.

En síntesis, el Banco Central cumple con dos roles fundamentales en relación al sistema financiero. En primer lugar dicta parte importante de las normas bajo las cuales se rige dicho sistema, tanto aquéllas referidas al sistema de pagos (liquidez del sistema financiero) como aquéllas relacionadas con límites a las posiciones y captación de fondos a plazos. En segundo lugar se preocupa de proveer de liquidez a instituciones en problemas. En este segundo aspecto la normativa define explícitamente el rol del Banco Central como prestamista de última instancia, y le da los instrumentos necesarios para que cumpla esta función en forma efectiva. Es claro que estos dos roles están íntimamente relacionados, ya que ambos apuntan a la mantención del sistema de pagos.

2.3. Instrumentos de política monetaria

Por casi una década y media, la política monetaria del Banco Central de Chile se ha basado en el control de las tasas de interés, política fundada en la influencia que dichas tasas ejercen sobre el ritmo de expansión del gasto agregado. Para estos efectos, se utiliza una tasa de interés real en vez de la nominal debido, básicamente, a la indexación financiera existente en la economía chilena. Sin embargo, es conocido que las autoridades monetarias no pueden alcanzar un objetivo nominal como la estabilidad de precios, exclusivamente sobre la base de objetivos para variables reales. La crítica indica que con una política de tasas reales y sin ancla nominal se produciría la indeterminación de los precios. Esto porque la oferta de dinero responde pasivamente a la demanda del mismo, entonces cualquier shock de inflación sería acomodado por la autoridad al proveer la mayor cantidad nominal de dinero demandada por los agentes. En el caso de la economía chilena el ancla nominal es la meta explícita de inflación, la cual obliga a las autoridades ante un shock inflacionario a hacer los ajustes de política necesarios para compensarlo y poder cumplir la meta.

La reducción de la inflación requiere que, en el largo plazo, los bancos centrales mantengan control sobre el crecimiento de los agregados monetarios. Sin embargo, la situación se complica debido a la inestabilidad que suele presentar la demanda de dinero en el corto plazo. Siendo la

relación entre los agregados monetarios respecto a los precios y el ingreso de baja precisión, sería inapropiado y poco conveniente establecer metas intermedias fijas. Una política monetaria orientada a establecer metas rígidas de crecimiento de los agregados monetarios induciría a grandes fluctuaciones en las tasas de interés, afectando la inversión y el nivel de actividad. Por otra parte, el uso del tipo de cambio como ancla nominal ha demostrado ser, bajo distintas experiencias internacionales, un instrumento muy riesgoso, que suele acarrear grandes costos en términos de empleo y pérdida de competitividad externa. Los logros en materia inflacionaria conseguidos en base a esta estrategia generalmente son transitorios, tal como ocurriera bajo la experiencia chilena de principios de los años ochenta. Como se vio en esa oportunidad, la utilización del tipo de cambio para lograr mejores resultados antiinflacionarios es una política que, en algún momento, tiende a volcarse en contra de la consecución del objetivo buscado, puesto que la apreciación de la moneda se hace insostenible y se genera una devaluación que termina anulando completamente los avances en materia de la reducción de la inflación. Es precisamente esta inestabilidad de la relación entre los objetivos intermedios y el objetivo final de inflación controlada lo que ha llevado al Banco Central de Chile a centrar su accionar directamente sobre el objetivo final, permitiéndole desarrollar una política monetaria más oportuna, basada en toda la información disponible, y que pueda calibrarse directamente en atención a las perspectivas que presenta la evolución de los precios.

El planteamiento de metas explícitas de inflación es también una forma más efectiva para comunicar al público en general las intenciones de las autoridades monetarias en esta materia. Sin embargo, al aplicar este enfoque es necesario tomar en cuenta las limitaciones que afectan la operación de la política monetaria. Es un hecho conocido que ésta se transmite lentamente sobre los precios, y el grado de precisión es imperfecto. Esto significa que las metas inflacionarias deben plantearse dentro de un horizonte compatible con los rezagos que afectan la ejecución de la política monetaria, con atención al nivel inicial desde el cual parte la inflación y también a las circunstancias en las que se encuentra la economía.

La meta inflacionaria debe ser establecida con suficiente flexibilidad para acomodar eventos exógenos que no afectan la tendencia de esta variable sino sólo su medición puntual. En este sentido, parece más adecuado la fijación de rangos para la meta de inflación pues tiene la virtud de dar mayor flexibilidad que una meta rígida ante shocks aleatorios y ante rezagos de los efectos de la política monetaria sobre la inflación. Existe, no obstante, un trade-off entre la mayor probabilidad de lograr la meta a través

de un rango más amplio versus aumentar la credibilidad de que existe un firme compromiso frente a la reducción de la inflación. Una banda excesivamente amplia provee menos disciplina a la política monetaria, pero una banda demasiado estrecha no da cabida a las oscilaciones transitorias en la inflación que son inevitables y que no responden a los instrumentos de política monetaria.

La contrapartida de la flexibilidad que otorga la estrategia de objetivos finales de inflación sin objetivos intermedios de política monetaria, es precisamente que requiere de gran credibilidad. En el caso concreto de Chile, el cumplimiento año tras año de las metas planteadas son prueba del firme compromiso del Banco Central con el objetivo antiinflacionario, lo que ha permitido entregar credibilidad a las metas y romper en alguna medida la inercia en los salarios y otros precios indexados.

Es importante destacar que si bien el Banco Central no establece objetivos intermedios explícitos, se ha mantenido vigilante ante indicadores de desequilibrios macroeconómicos, tales como desviaciones entre el crecimiento del gasto doméstico y del producto efectivo y entre el crecimiento del producto efectivo y del producto potencial.

La brecha entre el crecimiento del gasto interno y el crecimiento del PIB es un indicador del desarrollo futuro de las cuentas externas en el mediano plazo. Un crecimiento más rápido del gasto es indicador de un deterioro del déficit de la cuenta corriente. Hasta un cierto límite esto es aceptable dependiendo del punto de partida inicial y el déficit considerado como objetivo, y dependiendo de la evolución esperada de los términos de intercambio. Sin embargo una brecha gasto producto muy amplia y en forma sostenida indica que el déficit en cuenta corriente excederá el objetivo planteado para el mediano plazo y que será necesario realizar un ajuste, o éste será forzado por acción de los acreedores externos.

La brecha entre PIB efectivo y PIB potencial anticipa quiebres en el componente doméstico de la tendencia inflacionaria, aun cuando el rezago y la magnitud de la relación sean variables. Cabe señalar que es difícil precisar la magnitud exacta de esta brecha, pues las proyecciones del PIB potencial necesariamente están sujetas a errores. Aún así, las estimaciones disponibles del PIB potencial permiten indicar si la economía cuenta o no con espacio suficiente para crecer por encima de la tasa de tendencia o de largo plazo sin introducir presiones inflacionarias adicionales desde los mercados internos. En cualquier caso sostener un crecimiento del PIB superior a la tasa de ampliación de la capacidad productiva conduce a presiones inflacionarias. Hay indicadores adicionales que también deben ser ponderados al momento de tomar una decisión sobre política monetaria. En el

caso de Chile, se utilizan, entre otros, indicadores del mercado laboral, evolución de los agregados monetarios, información de créditos, indicadores del gasto agregado, la trayectoria de la inflación y la de algunos precios específicos.

En cuanto a la ejecución de la política monetaria, que por más de una década se basó en el control de las tasas de interés de los Pagarés Reajustables del Banco Central (PRBC) a 90 días, se modificó dicha política a contar del mes de mayo de 1995 con el objetivo de operar con instrumentos más flexibles y eficientes. En lo fundamental, el Banco Central dejó de fijar directamente la tasa de los PRBC a 90 días, comenzando a utilizar como principal señal de política monetaria la tasa de interés a un día. En general, esta modificación no representó *un giro dramático en los objetivos del Banco Central*. Ella sólo busca ampliar y perfeccionar el instrumental disponible para lograr el mismo objetivo intermedio: el control del gasto agregado, destinado a perseguir con igual énfasis las metas finales de estabilidad de precios y normal desarrollo de los pagos internos y externos.

Los propósitos de esta medida fueron otorgarle al mercado una participación más amplia en la determinación de las tasas de interés de todos los documentos emitidos por el Banco Central, no sólo de la tasa de los documentos de mediano y largo plazo (PRC). Un segundo objetivo de la nueva modalidad apuntó a regular en mejor forma la liquidez y evitar que la generación de expectativas de modificación de la tasa de interés de los PRBC a 90 días que pudiera decidir el Banco Central termine distorsionando las operaciones del mercado interbancario. De hecho, la utilización de la tasa a un día como principal instrumento monetario ha sido probada como una manera eficaz de minimizar la influencia de las expectativas de ganancia o pérdidas de capital y como una herramienta eficiente en los países con mercados financieros más desarrollados. Finalmente, la medida pretende adaptarse a la creciente integración financiera internacional de la economía chilena, adoptando una forma más flexible de hacer política monetaria. La interrelación entre las tasas de interés internas y externas hace aconsejable eliminar rigideces que den oportunidad a movimientos indeseados de recursos financieros, permitiendo que los ajustes puedan realizarse de manera compartida entre el tipo de cambio y las tasas de interés, lo que a su vez significa un manejo menos traumático de la política monetaria.

Así, los instrumentos fundamentales de la nueva política monetaria son las tasas de interés de la línea de depósitos de liquidez y de la línea de créditos de liquidez que son fijadas por el Banco Central y que definen el rango dentro del cual debe moverse la tasa diaria del mercado interbanca-

rio. En este nuevo esquema, el Banco Central seguirá velando por la mantención de las tasas de interés dentro de un rango de equilibrio, a través de elementos explícitos que amarran las expectativas del mercado respecto a las tasas de interés cortas. Para ello se estableció una cuenta de depósito de liquidez donde se realizan operaciones a un día a una tasa nominal prefijada, estableciendo con ello una cota mínima efectiva para las tasas de interés de corto plazo. Por otra parte, el instituto emisor puede entregar liquidez al mercado para prevenir movimientos bruscos de las tasas de interés a través de líneas de crédito de liquidez y de la compra de títulos con pacto de retrocompra. Adicionalmente, el Banco Central puede discrecionalmente modificar los cupos de licitación de sus pagarés, mecanismo que también le permite entregar señales sobre la tasa de interés considerada como de equilibrio. En definitiva, el uso de todos estos instrumentos se dirige a guiar la tasa de interés diaria por una senda consistente con las metas macroeconómicas, en particular con la reducción gradual y sostenida de la inflación.

Además del ya mencionado mayor rol del mercado en la determinación de la estructura temporal de las tasas de interés, la razón de fondo que tuvo el Banco Central para modificar la tasa de interés utilizada en su accionar de política monetaria consistió en que la tasa de interés a un día permite superar algunos inconvenientes que presentaba ejecutar la política monetaria con tasas de interés a tres meses. Los cambios discretos en la tasa de retorno de los instrumentos a plazo producen ganancias o pérdidas de capital a sus tenedores, que son mayores mientras mayor es el plazo de emisión del instrumento. Estas expectativas de ganancias o pérdidas de capital generan especulación en el sistema financiero, el que intenta anticiparse a eventuales movimientos de tasas por parte del Banco Central. Por definición, en el sistema anterior estas expectativas no podían reflejarse en cambios del precio de los instrumentos a 90 días, por lo que se manifestaban mediante vuelcos bruscos en la composición de plazos de la cartera del sistema financiero y en anormales giros en la curva de retorno; desde la perspectiva del Banco Central ello complicaba el control de la liquidez y distorsionaba el normal funcionamiento del mercado financiero.

Con la actual modalidad de la política monetaria se evita que se originen esos movimientos especulativos, transfiriendo el peso de la política monetaria a las tasas más cortas, cuyo movimiento no genera ganancias de especulación, y dejando que el resto de la estructura de tasas se determine a partir de las tasas cortas. La ejecución de la política sobre la base de las tasas diarias resuelve el mencionado problema y aumenta la eficacia de la política monetaria, permitiendo una mayor iniciativa, flexibilidad y frecuencia de los movimientos de tasas cortas, las que a su vez afectan al resto

de las tasas y permiten un mayor control de las condiciones de liquidez para influir sobre el curso del gasto agregado y la inflación.

En el nuevo escenario, la mayor flexibilidad de las tasas de interés de corto plazo significa que la volatilidad derivada de los shocks que afectan a la economía chilena se distribuye más equilibradamente entre los movimientos de las tasas de interés, la recomposición de cartera y las variaciones del tipo de cambio, y no sólo mediante estos dos últimos mecanismos.

2.4. Política cambiaria

El rol de la política cambiaria es colaborar con las otras medidas en el sentido de mantener el tipo de cambio real en un rango consistente con el objetivo externo antes planteado. En consecuencia, la política cambiaria no mantiene objetivos explícitos sobre el tipo de cambio real, ni tampoco busca una estabilización excesiva de éste, sino que intenta evitar desviaciones importantes que pudieran alejarlo de su trayectoria de tendencia. En efecto, el Banco Central no puede pretender fijar el tipo de cambio real en una economía como la chilena, puesto que el creciente proceso de integración comercial y financiera, la volatilidad de los términos de intercambio, los cambios en la percepción y clasificación de riesgo del país, la inversión en el sector productor de bienes transables y el desigual desarrollo tecnológico de los sectores transables y no transables llevan a que el tipo de cambio real de equilibrio varíe. Esto significa que, a medida que se van consolidando estos cambios estructurales, se modifica el tipo de cambio real que asegura el equilibrio externo y, por tanto, el Banco Central tiene que permitir el necesario ajuste.

Para una economía abierta como la chilena, es fundamental utilizar la disponibilidad de financiamiento externo para complementar el esfuerzo interno de ahorro con el objeto de financiar las necesidades de inversión. Sin embargo, esta fuente de financiamiento debe ser utilizada con cautela. La experiencia internacional de principios de la década de los ochenta y el reciente ciclo en los mercados financieros internacionales para países en desarrollo justifican una actitud prudente en esta materia. Algunos segmentos de los mercados financieros internacionales, aquellos de plazo más corto, que privilegian la liquidez, suelen estar sujetos a problemas de información. Además, importantes agentes económicos en ocasiones actúan con una visión de muy corto plazo, lo que si bien puede ser perfectamente racional en la estrategia de un agente que maneje portafolios de alta liquidez, puede afectar muy negativamente la mantención de los equilibrios

macroeconómicos, tal como lo refleja la enorme volatilidad de precios y flujos de financiamiento que dentro de un corto período han enfrentado la mayoría de las llamadas economías emergentes tras el detonante de la crisis asiática y anteriormente frente a la crisis de México. La lección que queda de estas experiencias es la significativa vulnerabilidad a la que nos podemos exponer al participar en estos mercados si no mantenemos una activa vigilancia sobre el saldo de la cuenta corriente y la composición de su fuente de financiamiento. El tamaño del déficit de la cuenta corriente es importante, por lo que la política económica debe mantener un activo control sobre el gasto global.

La política cambiaria debe complementar a la política fiscal y monetaria en el objetivo de lograr un determinado déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Cabe señalar, eso sí, que el Banco Central no puede pretender fijar el tipo de cambio real en una economía como la chilena, con alta variabilidad en sus términos de intercambio e inserta en un creciente proceso de consolidación comercial y financiera en los mercados internacionales. La política cambiaria sólo puede estabilizar el valor de la divisa en torno a su trayectoria de equilibrio e intentar evitar que especulaciones infundadas de tipo financiero alteren su valor.

En este sentido, el objetivo de la política cambiaria durante los noventa ha sido el de promover un ahorro externo razonable, entendido éste como aquel ahorro externo necesario en un país en vías de desarrollo para financiar parte de su inversión doméstica, pero no tan alto como para significar una acumulación de deuda externa tal que la economía pase a ser vulnerable a cualquier shock externo. La manera de operacionalizar este objetivo ha sido establecer que, en el mediano y largo plazo, la economía chilena debería tener déficits en cuenta corriente de entre 3% y 4% del PIB⁴. Por cierto, en un año específico este déficit puede ser mayor (como lo fue el año 1993, 1996, 1997 y 1998) o menor (como lo fue en 1990, 1991, 1992, 1994, 1995 y 1999) al rango señalado, pero lo importante es que en el mediano y largo plazo se tienda a dar, en promedio, dicha relación. En este contexto, el tipo de cambio real de equilibrio es aquel que produce en el mediano y largo plazo los objetivos planteados en la cuenta corriente.

⁴ Este rango se determinó a principios de los noventa. Por un lado, se estimaba que el producto potencial en dólares, con un tipo de cambio real constante, crecía en torno a 8% al año. Por otro lado, la deuda externa era aproximadamente un 50% del PIB, luego un déficit en cuenta corriente de 4% del PIB significaba que la razón deuda externa a PIB se mantiene constante. El rango es entre 3% y 4%, lo que significa que no se quiere pasar el límite de 50% del PIB de endeudamiento externo, por el contrario, se estima prudente disminuirlo gradualmente.

La política cambiaria, tanto en sus objetivos como en su operatoria, se ha ido ajustando gradualmente a las nuevas condiciones de la economía chilena. Es así, como ante la evidencia de una masiva entrada de capitales, las autoridades actuaron con prudencia, modificando el objetivo de la política cambiaria sólo una vez que estuvieron seguras que se estaba asistiendo a un cambio estructural de las condiciones externas de la economía chilena. De igual forma, el régimen cambiario de paridad central con bandas de fluctuación, dejando que el tipo de cambio real, dentro de ciertos parámetros, sea una variable determinada fundamentalmente por el mercado, ha reflejado el criterio de gradualidad que primó en este frente. En particular, el convencimiento de las autoridades que el mercado en ciertas ocasiones puede tender a un nivel de tipo de cambio real alejado del de equilibrio, llevó a privilegiar un esquema cambiario de permitir que la paridad central trepara en función de la diferencial de inflación, mientras el tipo de cambio observado fluctuara dentro de la banda.

Las razones de por qué la autoridad se decidió por una política de paridad central con bandas de fluctuación se encuentran en el convencimiento tanto de que el tipo de cambio real de equilibrio es un concepto dinámico al cual es necesario darle cierta flexibilidad como también a que los agentes económicos no cuentan en todo momento con suficientes herramientas para determinar el tipo de cambio real de equilibrio. En efecto, la concepción del actual objetivo cambiario, de que existe una especie de tipo de cambio real de equilibrio de mediano y largo plazo, lleva implícita la necesidad de cierta orientación por parte de la autoridad respecto al nivel que se estima consistente con el equilibrio externo de la economía en el mediano plazo. Esta orientación cambiaria de mediano plazo se basa en la tesis de que, en la medida que la economía se aleje de este tipo de cambio real de equilibrio, se tendería a producir desequilibrios mayores en la economía y a que el mercado en ciertas ocasiones puede tender a un tipo de cambio real considerablemente alejado de este concepto de tipo de cambio real de equilibrio.

Los argumentos mencionados anteriormente son, en forma gruesa, los que sustentaron durante la presente década la utilización de un régimen cambiario de paridad central con bandas de flotación. Este mecanismo se inició en agosto de 1984 y operó hasta septiembre de 1999, momento en el cual el Banco Central ante el nuevo escenario externo decidió dejar flotar libremente el peso frente al dólar. Durante el tiempo que rigió el sistema de bandas, la paridad central se reajustó diariamente en base a diferentes especificaciones. En particular, ésta se reajustó por la inflación del mes previo

(reflejada en la variación de la UF⁵) menos una estimación de inflación internacional relevante para Chile que ha fluctuado en el tiempo en torno al 2%-2,5%. Adicionalmente, en noviembre de 1995 se incluyó un descuento por productividad de 2% anual. Esta paridad central se ligó a una canasta de monedas que incluía el dólar norteamericano, el marco alemán⁶ y el yen japonés. Así, la paridad central para la canasta se anunciaba con un mes de anticipación para todos los días del mes siguiente, mientras que la paridad central entre el peso/dólar se anunciaba diariamente en la medida en que se conocían las paridades de las distintas monedas en los mercados internacionales.

Actualmente, la autoridad continúa entregando el valor de la paridad central como una señal de referencia. Sin embargo, ésta sólo se reajusta diariamente en función de la tasa de inflación meta establecida por el Banco Central para el año en curso.

Con relación a la banda de fluctuación, ésta se fue ampliando con el tiempo. En particular, se favoreció una banda amplia, la cual a partir de enero de 1992 se ubicó en $\pm 10\%$, posteriormente en enero de 1997 se aumentó a $\pm 12,5\%$. Las razones que justificaban su amplitud se encontraban tanto en minimizar el riesgo de un tipo de cambio real desalineado con los fundamentales como el otorgarle una mayor autonomía a la política monetaria. En efecto, si consideramos que el éxito de la banda depende de que el tipo de cambio real permanezca dentro de ella, entonces una mayor amplitud de la banda permite minimizar los riesgos de equivocarse. A su vez, la mayor amplitud era necesaria dado el creciente grado de inserción de la economía chilena en los mercados internacionales de capital, situación que dificulta el manejo de una política monetaria autónoma en un contexto de tipo de cambio fijo. Así, mientras mayor la amplitud de la banda, mayor la independencia de la política monetaria. Adicionalmente, a partir de marzo de 1992, el Banco Central estableció la facultad para intervenir al interior de la banda de flotación, en lo que se denomina la 'flotación sucia'. De acuerdo a lo expresado por la autoridad, el objetivo de esta intervención sólo buscaba atenuar fluctuaciones transitorias del tipo de cambio, pero no pretendía quebrar tendencias.

Durante los últimos años en que operó este sistema, la existencia tanto de la banda de fluctuación como del mecanismo de flotación sucia encontraron su justificación en la necesidad de entregar una cierta estabili-

⁵ La UF corresponde a una unidad de cuenta que se reajusta diariamente de acuerdo a la inflación del mes anterior.

⁶ A principios de 1999, el Banco Central de Chile decidió reemplazar el marco alemán por el euro.

dad cambiaría al sector exportador. Si bien el éxito de la banda depende de que el tipo de cambio real permanezca dentro de ella, su existencia tiene costos y beneficios. En principio, las bandas cambiarías son buenas porque orientan la asignación de recursos en el sector transable, a través de permitir cierta estabilidad para este sector, y, en la medida que sean amplias, permiten minimizar los riesgos de equivocarse. Sin embargo, si bien los costos de equivocarse se reflejan en una menor credibilidad de la política, en una mayor inflación, en una menor capacidad de crecimiento del país y en mayores costos financieros para el Banco Central, los beneficios a nivel macroeconómico en términos de mayor estabilidad los superan. Aun cuando la economía chilena abandonó el sistema de bandas en septiembre de 1999, esto no significa que la experiencia de este sistema no haya sido positiva durante los noventa. En particular, la experiencia indicaría que en un escenario externo donde la cuenta de capitales tiene fuertes elementos procíclicos, la prudencia en el tema cambiario permitió comprar una mayor estabilidad y por ende crecimiento.

Similarmente, durante gran parte de los noventa la política cambiaria privilegió una disminución gradual del tipo de cambio en vez de una caída brusca, lo cual puede tener el argumento en contra de una excesiva compra de reservas, sin embargo, los beneficios de una mayor estabilidad cambiaria y macroeconómica ha sido el argumento que ha primado en esta materia. En efecto, en este período, la presión a la baja del tipo de cambio ha sido resistida mediante el uso de diversas medidas⁷. Entre éstas destacan la masiva compra de moneda extranjera por parte del Banco Central, que ha significado un aumento de sus reservas internacionales de más de US\$10.000 millones entre 1990 y 1998, con una contrapartida en emisión de deuda interna para contrarrestar el efecto monetario de dicha compra y con los costos cuasifiscales que ello conlleva. Otra medida ha sido la implementación de restricciones al ingreso de capitales, mediante la imposición de encajes no remunerados que aumentan el costo de endeudarse en el exterior. Por otro lado, se han ido flexibilizando gradualmente las restricciones existentes para la salida de divisas, aunque todavía quedan algunas por el lado de las inversiones y colocaciones en el exterior de los bancos⁸.

No obstante los esfuerzos de la autoridad por intentar mantener la paridad en un esquema de bandas de flotación, la situación de mayor volatilidad en los movimientos de capitales que han vivido la mayoría de las

⁷ Véase Vergara (1994) para una descripción de estas medidas.

⁸ Las personas y empresas no tienen restricción legal o normativa alguna a la vez que se han ampliado significativamente las posibilidades de inversión de los inversionistas institucionales (Compañías de Seguros y Fondos de Pensiones).

economías emergentes durante 1998 y 1999 llevaron a que este sistema cambiario resultara demasiado rígido para hacer frente al nuevo escenario externo. Ante esto, el Banco Central de Chile decidió en el mes de septiembre de 1999 abandonar el sistema de bandas de flotación y dejar flotar libremente el peso frente al dólar. En general, esta decisión puede ser considerada acertada no sólo por la evolución que ha mostrado el tipo de cambio con posterioridad a su implementación, sino porque la autoridad en el último tiempo mostró un grado de indefinición importante en materia cambiaria, situación que afectó la credibilidad misma del sistema y la del Banco Central en esta materia. En efecto, la fuerte presión sobre el peso que enfrentó la autoridad monetaria durante la primera mitad de 1998 llevó a que ésta decidiera defender la paridad, además de venta de divisas, acotando las expectativas cambiarias a través de reducir la amplitud de la banda desde $\pm 12,5\%$ a un piso de $3,5\%$ por debajo de la paridad central y un techo de 2% por encima de ésta. Posteriormente, en septiembre de 1998 la defensa de la paridad se realizó elevando fuertemente las tasas de interés desde 8% a 14% mientras la banda nuevamente se modificaba a $\pm 3,5\%$ en torno a la paridad central. Adicionalmente, se estableció que estos límites se irían ampliando en forma progresiva y diaria hasta acumular un $1,5\%$ adicional en cada sentido. De esta forma, la banda cambiaria terminaría el año 1998 con una amplitud de $\pm 5\%$. La fuerte presión a la que se vio enfrentada la paridad en los últimos días de 1998 llevaron a que la autoridad ampliara nuevamente la banda a $\pm 8\%$ y mantuviera la ampliación diaria. Al momento en que se eliminó la banda de flotación, ésta exhibía una amplitud en torno a $\pm 13\%$ y ya no cumplía los objetivos que la sustentaron durante gran parte de los noventa.

3. Dilemas de la política económica durante los noventa

El grado de restricción externa y el entorno generalizado de indexación de la economía han sido los condicionantes fundamentales del diseño de las políticas monetaria y cambiaria aplicadas en la presente década. De igual forma, el objetivo prioritario de política económica fue variando en respuesta a la relajación de la restricción externa que ocurrió durante el período. En efecto, a partir de 1990 Chile vuelve a los mercados voluntarios, lo que alivia substancialmente la restricción externa que había predominado hasta entonces. Adicionalmente, América Latina en su conjunto se transforma en una plaza atractiva para algunos inversionistas extranjeros, ya que de un período de escasez de divisas se pasa a un período de gran

abundancia de éstas. Si bien la entrada masiva de capitales fue un fenómeno que se generalizó hacia casi todos los países de la región a partir más o menos de 1991, no existe suficiente evidencia si la llegada de capitales a Chile se produjo por un efecto individual producto de sus logros económicos o por un efecto sistémico que afectó a toda la región⁹. En el caso particular de Chile, lo anterior se vio reforzado, por una parte, por el hecho de que las devaluaciones anteriores produjeron un crecimiento significativo del sector transable y el consecuente mejoramiento de la cuenta corriente, y, por otra parte, por la aplicación en ese entonces de una política monetaria restrictiva, que hizo subir de manera muy significativa las tasas de interés domésticas, lo que fue un estímulo adicional a la entrada de capitales al país.

De igual forma como el grado de restricción externa ha resultado ser un elemento clave en el diseño de la política económica, el entorno generalizado de indexación —conjuntamente con otros factores internos y externos— ha sido un condicionante importante en el proceso elegido de reducción de la inflación, iniciado a principios de los noventa. En particular, la estrategia de reducción gradual de la inflación que optó Chile se debió fundamentalmente a la alta indexación, a la incertidumbre en el frente externo (que hacía inviable utilizar la política cambiaria para desinflar más rápido) y a la reanudación de un régimen democrático (en el cual no resultaba recomendable iniciar una política fiscal y monetaria lo *suficientemente estricta* como para obtener una brusca caída de la inflación), factores que llevaron a privilegiar una política de estricto control del gasto agregado para lograr avances sostenidos en esta materia.

Por otro lado, a fines de 1989 el Banco Central pasa a ser independiente del Gobierno con el explícito objetivo de estabilidad de precios, además del normal funcionamiento de los pagos internos y externos. En este nuevo contexto institucional y de cierta relajación en la restricción externa, el objetivo prioritario de política económica pasó gradualmente a ser el de obtener una reducción en la tasa de inflación, siempre teniendo en consideración que el mejoramiento del frente externo necesitaba consolidarse para abandonar en mayor medida el objetivo de hacer frente a la restricción externa que había prevalecido durante gran parte de los ochenta.

Así, el reciente Banco Central autónomo puso gran parte de su esfuerzo en el objetivo antiinflacionario, a la vez que la nueva realidad de

⁹De acuerdo a información de las balanzas de pagos publicadas por la CEPAL, la entrada de capitales privados a Chile aumenta significativamente a partir de 1989, mientras que en México, Argentina y Brasil los cambios más relevantes en la entrada de capitales privados se producen alrededor de 1991.

abundantes flujos de capital y mejores condiciones externas llevaron a que el objetivo cambiario seguido hasta entonces, de lograr un tipo de cambio real alto, empezara a perder fuerza en favor de un objetivo de tipo de cambio real que fuera acorde con el equilibrio de las cuentas externas en el mediano plazo. Este cambio de objetivo del tipo de cambio real no se produjo sino hasta que las autoridades estuvieron seguras que los cambios en las condiciones externas eran un fenómeno no transitorio¹⁰.

3.1. Tipo de cambio versus tasas de interés

Debido a la experiencia de la crisis de principios de los ochenta y al deseo de no repetir un episodio de excesivas restricciones externas, las autoridades evitaron sostenidamente la apreciación cambiaria durante los primeros años de la presente década. Sin embargo, cuando los flujos de capital empezaron a llegar en magnitudes importantes y la presión a la apreciación se hizo insostenible, fue necesario que se replanteara el tema del objetivo del tipo de cambio real. En efecto, a pesar de que entre mediados de 1990 y fines de 1991 el tipo de cambio estuvo pegado al piso de la banda de fluctuación, y con señales claras a la apreciación de la moneda, la revaluación no se llevó a cabo sino hasta enero de 1992. Es decir, sólo un año y medio después que habían empezado las presiones revaloratorias.

Si bien el cambio en las condiciones externas llevó a las autoridades a variar su objetivo de tipo de cambio real, éstas no produjeron un cambio en el régimen cambiario, ya que la paridad central se continuó reajustando de acuerdo a la diferencial de inflación. Aun cuando la indexación del tipo de cambio se contrapone al objetivo antiinflacionario, ya que constituye un elemento adicional que aumenta la indexación, y por ende la inercia de la inflación, la necesidad de continuar dando ciertas señales de estabilidad a los exportadores primó en esta materia.

En este contexto, que el Banco Central siguiera con una banda cambiaria y que a la vez haya tomado un cierto tiempo antes de revaluar la moneda en dos oportunidades durante los 90 (y que en el intertanto haya adquirido una gran cantidad de reservas internacionales) le significó recibir fuertes críticas en cuanto a una posible inconsistencia de sus objetivos. En efecto, se criticó que el instituto emisor perseguía dos objetivos, tipo de cambio real y tasa real de interés, los cuales podían ser mutuamente incon-

¹⁰ Vergara (1994) hace un análisis detallado tanto de los objetivos económicos seguidos durante los noventa como también de las razones en que se habrían fundamentado las autoridades para su elección.

sistentes, en especial si se estaba frente a una situación de disponibilidad de divisas del exterior. En otras palabras, se argumentaba que si por consideraciones inflacionarias externas se hacía necesario un ajuste monetario, reflejado en mayores tasas de interés, esto podría significar un tipo de cambio real inconsistente con los objetivos de la política cambiaria. Si es así, y el Banco Central insistía en mantener una política que reajusta diariamente la paridad central y por ende la banda cambiaria, se produciría un influjo masivo de capitales que debía comprar para mantener la paridad cambiaria dentro de la banda. Para esterilizar dicho efecto monetario y así mantener la tasa de interés consistente con su política monetaria, el Banco Central debía emitir deuda interna a una tasa de interés mayor a la tasa de interés internacional, por lo que se producirían pérdidas cuasifiscales. Si este proceso continuaba por un período prolongado, el costo cuasifiscal llegaría a ser de tal magnitud que podría poner en peligro el equilibrio macroeconómico.

Si bien estos dos objetivos se siguieron a partir de mediados de los ochenta, la crítica pareció ser válida sólo a partir de 1990, ya que antes de esa fecha la cuenta de capitales, para efectos prácticos, estaba cerrada para Chile. Así, por muy alta que fuera la tasa de interés, difícilmente iban a entrar capitales en forma significativa. Sin embargo, en el contexto de los primeros años de los noventa, donde los agentes (públicos y privados) no tenían una total certeza de la solidez de los flujos de capitales, esta crítica puede ser cuestionable. En efecto, en la medida en que esta disponibilidad de divisas sea un fenómeno transitorio, la prudencia de la autoridad de prolongar el objetivo de un tipo de cambio real alto puede llegar a ser una política afortunada. El Banco Central consciente de este dilema, de mantener un objetivo de tipo de cambio real alto en un ambiente de masivas entradas de capital, postergó su decisión de revaluar hasta que estuvo seguro de que la entrada de capitales era un fenómeno más estructural que transitorio. Además, tanto la existencia de costos de transición, que hacían dudar si se elegía una estrategia gradual o brusca de realineamiento cambiario, como la capacidad de presión de los sectores transables hicieron que la decisión se postergara hasta un año y medio después que habían empezado las presiones revaloratorias. En efecto, a pesar de que entre mediados de 1990 y fines de 1991 el tipo de cambio estuvo pegado al piso de la banda de fluctuación, y con señales claras a la apreciación de la moneda, la revaluación no se llevó a cabo sino hasta enero de 1992.

Posteriormente a enero de 1992, el Banco central reconoció explícitamente la validez de la crítica anterior al tomar medidas para lograr mayor autonomía en su política monetaria. Así, por ejemplo, el mismo instituto

emisor sostuvo que la imposición de encajes al endeudamiento externo tenía el fin de subir el costo de dicho endeudamiento, para así darle mayor efectividad a la política monetaria interna que, para lograr el objetivo inflacionario, ha requerido tasas de interés mayores a las internacionales.

Adicionalmente, la menor flexibilidad de la política fiscal como consecuencia de la nueva institucionalidad democrática que empezó a vivir el país a partir de 1990, llevó a que el dilema de política monetaria y cambiaria se viera complicado respecto al que existió en los ochenta. Sin embargo, es importante resaltar que la política fiscal en los noventa ha contribuido significativamente a mantener los equilibrios, generando un nivel de ahorro importante. En efecto, el superávit fiscal ha estado en promedio en torno al 1,7% del producto durante la presente década. Este esfuerzo fiscal resulta aún mayor si consideramos que en este superávit se incluye el financiamiento de los pasivos del sistema de pensiones (AFP)¹¹.

La modificación del objetivo cambiario desde uno que buscaba lograr un tipo de cambio real alto hacia uno en que el tipo de cambio real tuviera que ser acorde con el equilibrio de las cuentas externas de mediano plazo se vio materializada a través de que la economía debería alcanzar déficit de cuenta corriente de entre 3% y 4% del producto, niveles que, para una economía como la chilena, se estiman sostenibles en el tiempo. Esta manera de materializar el objetivo cambiario no sólo refleja la cautela que ha tenido la política económica chilena con relación a las cuentas externas, sino que además ha significado que la cuenta corriente en sí es un objetivo y que no debe dejarse su determinación a los flujos de capital de cada momento. Esta argumentación adquirió importancia a mediados de la década de los noventa, cuando otros países de la región sostuvieron que el déficit en cuenta corriente debía ser simplemente la contraparte del superávit en cuenta de capitales. El argumento más usado para sustentar esta hipótesis, que la magnitud del déficit en cuenta corriente no importa, ha sido que en la medida que este déficit se dirija a financiar una mayor inversión, no debería producir problemas, ya que la mayor inversión generará en el futuro los recursos necesarios para hacer frente al mayor endeudamiento externo. En este esquema la cuenta corriente no es un objetivo de política, por lo que, frente a un escenario de gran entrada de capitales, es factible observar situaciones de apreciación cambiaria y voluminosos déficits en cuenta corriente. Sin embargo, en la medida que este mayor ahorro

¹¹ Este financiamiento se estima en torno al 3% del producto, luego el fisco durante los noventa estaría generando un superávit promedio antes de estos pasivos en torno al 4,5% del producto.

externo vaya a financiar un mayor consumo y no una mayor inversión, la solvencia de este esquema se ve fuertemente vulnerable a la disponibilidad de financiamiento de los déficits y a la presencia o no de shocks externos desfavorables.

Si bien sería absurdo negar que es preferible que el déficit en cuenta corriente financie mayor inversión y no un menor ahorro interno, la opción de la política cambiaria elegida en Chile a partir del mes de enero de 1992 ha sostenido que la magnitud del déficit en cuenta corriente es importante. Esto básicamente por dos razones. En primer lugar, las crisis externas cuando vienen son por lo general muy rápidas, en el sentido que no dejan tiempo para que la inversión en el sector transable rinda sus frutos. En segundo lugar, en períodos de flujos masivos de capital, la inversión se produce por lo general en sectores no transables, cuyos productos suben significativamente de precios. Es común ver *booms* tanto de producción como de precios en la construcción y en los servicios. Luego, la nueva inversión no es la requerida para hacer frente a una eventual crisis externa.

Además, en estos períodos no es extraño ver alzas de los salarios y del consumo. Así el mayor ahorro externo no sólo financia mayor inversión sino también mayor consumo. Este fue precisamente el caso chileno de principios de los ochenta cuando el ahorro interno cayó notoriamente y los aumentos de inversión se orientaron fundamentalmente a la construcción.

De igual forma, la reciente experiencia de ciertas economías asiáticas, y anteriormente la de México en 1995, casos donde se incubaron grandes desequilibrios externos y financieros que posteriormente derivaron en las respectivas crisis ya conocidas, constituyen experiencias que apoyan la posición de prudencia que ha seguido Chile en esta materia durante los noventa. En efecto, el objetivo ha sido privilegiar la obtención de déficit de cuenta corriente sustentable en el tiempo en vez de permitir la generación de un déficit demasiado alto en cuenta corriente, o lo que es lo mismo, el no permitir un excesivo endeudamiento externo, ya que más temprano que tarde éste se debe pagar, y cuando esto sucede los costos suelen ser enormes en actividad y empleo. En este sentido, la evidencia de los noventa indica que la prudencia de las autoridades se reflejó en que éstas decidieron que la determinación del déficit de cuenta corriente sostenible en el mediano plazo fuera determinado por una combinación de un rango de 3% a 4% del PIB y por la magnitud de aquellos capitales que se consideran suficientemente sólidos como para esperar que no serán revertidos.

3.2. Entradas masivas de capital

El excelente desempeño de las exportaciones chilenas y la fuerte entrada de capitales durante gran parte de la presente década han sido condicionantes fundamentales en el diseño macroeconómico. En efecto, la independencia en el manejo de la tasa de interés doméstica se ha visto limitada producto del arbitraje internacional, que explota las diferenciales que surgen entre las tasas de interés ajustadas por el tipo de cambio. Básicamente, cuando un país está abierto a los flujos internacionales de capital, se reduce la capacidad de la autoridad monetaria para controlar las tasas de interés y de usarlas para frenar los excesos de gasto. Esto se debe a que si la tasa de interés doméstica (definida como la tasa que asegura que el gasto doméstico sea consistente con la meta de inflación) supera a la tasa externa, entran capitales que hacen aumentar la liquidez de la economía y, por tanto, empujan la tasa de interés hacia abajo. Esto, a su vez, genera una aceleración del gasto que resulta en que el país termina por fracasar en su intento por lograr el objetivo de control de la inflación. Aún más, la entrada de capitales presiona a la baja al tipo de cambio real induciendo un mayor déficit de cuenta corriente. Evidentemente, la autoridad monetaria puede evitar la caída de la tasa de interés esterilizando el flujo de divisas que entran al país, con el objeto de mantener la inflación bajo control. Para ello, el Banco Central debe estar dispuesto a comprar un monto significativo de moneda extranjera, o bien, deberá permitir que disminuya el tipo de cambio real. Obviamente, la autoridad tiene la posibilidad de elegir una combinación de esterilización y apreciación de la moneda, pero debe tener presente que ajustes demasiado graduales del tipo de cambio pueden generar expectativas de revaluación que terminan exacerbando aún más el problema.

Dado este escenario, es fácil imaginar el dilema de política que ha enfrentado el Banco Central de Chile durante gran parte de la década, quien por un lado ha tenido la misión de reducir la inflación, y, por otro, ha mantenido objetivos relacionados al tipo de cambio real, que se tradujeron hasta septiembre de 1999 en mantener esta variable dentro de una banda consistente con el equilibrio externo de mediano plazo de la economía. Básicamente, si la tasa de interés que es consistente con la meta de inflación planteada es mayor a la tasa internacional, la entrada de capitales resultante lleva a una caída del tipo de cambio real, haciendo peligrar el logro del objetivo cambiario. Sin embargo, si se permite que la tasa de interés doméstica se reduzca, ambas metas se ven amenazadas, puesto que las menores tasa de interés inducen un aumento del gasto que presiona los precios al alza y el tipo de cambio real a la baja.

Si consideramos que es preferible evitar las fluctuaciones temporales en el tipo de cambio real, debido a que la volatilidad en un precio clave como lo es el tipo de cambio real generalmente tiene efectos adversos sobre la tasa de inflación, los flujos de comercio y la inversión, por la incertidumbre que genera, entonces la pregunta lógica que surge para la autoridad monetaria es: ¿cómo compatibilizar estos objetivos de estabilidad cambiaria y reducción de la inflación a un nivel o rango objetivo predeterminado sin incurrir en costos significativos? Teóricamente, hay varias opciones: i) esterilizar las entradas de capital; ii) permitir una apreciación del tipo de cambio; iii) imponer controles de capital; iv) encontrar la manera de incrementar el ahorro doméstico; y v) reducir los aranceles.

Dado que el proceso de esterilización como también la apreciación cambiaria involucran un alto costo, especialmente para un país como Chile con una clara estrategia de desarrollo orientada hacia afuera, el Banco Central de Chile optó (hasta finales de 1997) por una combinación de esterilización, de apreciación de la moneda y de controles de capital para compensar las entradas masivas de capital hacia Chile, de tal forma de no comprometer en demasía la estabilidad macroeconómica y la efectividad de las políticas monetaria y cambiaria.

La crisis asiática y el nuevo escenario de flujos de capitales que ha experimentado la región durante 1998 y 1999 han cambiado el contexto en que se desarrolla actualmente la política monetaria y cambiaria en Chile. En particular, las menores ganancias de productividad que empezó a exhibir la economía chilena desde finales de 1996 no permitieron continuar acomodando la sostenida apreciación real del peso, la cual entre 1990 y 1996 acumuló más de 24%. Adicionalmente, la mayor volatilidad externa exhibida por los mercados de capitales en los últimos dos años, sumado a la relativa menor disponibilidad de capitales respecto de la exhibida durante la primera mitad de la década, llevaron a que la expectativa de la paridad peso/dólar se modificara desde una con una clara tendencia a la apreciación del peso (que rigió durante los primeros siete años de la década) hacia una de mayor volatilidad pero con un sesgo a la depreciación del peso. Esta situación llevó primero a que en septiembre de 1998 se suspendieran ciertos controles de capital (encaje de 30% a los capitales externos se redujo a 0%) y, posteriormente, en septiembre de 1999 se abandonara la banda de flotación por un sistema de libre flotación. En este escenario de mayor volatilidad y de menor abundancia de flujos de capitales, el Banco Central no ha necesitado continuar con el dilema de evitar la apreciación excesiva del peso, en circunstancias que las tasas reales de interés en Chile todavía se ubican por encima de las internacionales. Es más, las actuales condicio-

nes han permitido que la política monetaria de tasas de interés cuente con un grado de independencia relativamente mayor que en el pasado, situación que debería ayudar el manejo monetario y, de esta forma, facilitar la obtención de los objetivos de estabilidad de precios y mantención de los equilibrios de las cuentas externas, objetivos que continúan guiando las principales directrices de la política macroeconómica chilena.

3.3. Acumulación de reservas internacionales y esterilización

Durante gran parte de los noventa, las políticas del Banco Central se orientaron no sólo a cumplir con el objetivo de estabilidad de precios sino que dedicaron grandes esfuerzos para impedir una apreciación excesiva del peso mientras se intentaba disminuir el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. En este contexto, además de las políticas fiscal, monetaria y cambiaria, destacó la política de reservas internacionales que siguió la autoridad para evitar la apreciación brusca de la moneda, privilegiando un ajuste del tipo de cambio gradual en el tiempo. En la práctica, la intervención esterilizada llevó a que se acumularan reservas internacionales muy significativas en los primeros ocho años de la década, con el consiguiente déficit cuasifiscal para el Banco Central. En efecto, durante gran parte de los noventa, el tipo de cambio permaneció por un tiempo considerable presionando el piso de la banda, ante lo cual el Banco Central tuvo que intervenir fuertemente en el mercado cambiario. Es así como entre 1990 y 1997, las reservas internacionales netas crecieron en US\$ 12 mil millones. Para compensar el impacto monetario de estas operaciones cambiarias, el Banco Central las esterilizó plenamente. Estas esterilizaciones masivas se pudieron llevar a cabo gracias a la existencia de un mercado de capitales profundo y bien desarrollado, donde actúan inversionistas de largo plazo como los fondos de pensiones privados y otros inversionistas institucionales. A su vez, el uso de instrumentos indexados, la relativamente baja carga de deuda pública como porcentaje del PIB y la favorable situación fiscal de esos años fueron factores favorables para reducir el costo de la deuda pública.

No obstante, las operaciones no estuvieron exentas de costos pues existe una diferencia significativa y persistente entre la tasa de retorno esperada de las reservas externas y la deuda doméstica. Las estimaciones indican que hay una pérdida anual por este concepto en el balance del Banco Central en torno a 0,5% del PIB sobre la base actual, a la que deben

sumarse las pérdidas de capital que resultaron de la apreciación de la moneda local en los ocho primeros años de la década.

Ciertamente, la magnitud de dicho déficit, así como *el nivel alcanzado por las reservas internacionales del país y la mayor madurez actual del sector exportador*, hacían poco conveniente, y poco realista, que la esterilización pudiese haberse mantenido, más allá de ciertos montos, en el tiempo. En general, la experiencia indica que la esterilización y la acumulación de reservas pueden ayudar en el corto plazo, pero no es la solución para un desequilibrio sostenido entre la cuenta de capitales y la cuenta corriente. El nuevo escenario externo, de una relativa menor disponibilidad de flujos de capitales que en la primera mitad de la década, conjuntamente con la decisión de la autoridad monetaria de dejar flotar el tipo de cambio en septiembre último, han llevado a que este problema no sea operativo actualmente en la economía chilena.

3.4. Controles de capital

Considerando el alto costo de la esterilización y de la apreciación excesiva del tipo de cambio, el Banco Central impuso temporalmente un encaje a los préstamos externos para incrementar su costo y, particularmente, para desincentivar el influjo de capitales de corto plazo. Esta restricción, que estuvo vigente entre mediados de 1991 y septiembre de 1998, intentaba encarecer el costo de ingresar capitales de corto plazo, *con el objetivo de tender a igualar la tasa de interés que enfrentan todos los agentes económicos*. De esta forma, se esperaba frenar la especulación y la volatilidad inherente a los llamados capitales golondrinas, reduciendo así la posibilidad de arbitrajes de tasas de interés y a su vez le otorgaba mayor autonomía y espacio a la política monetaria doméstica.

El encaje se impuso bajo la modalidad de un requerimiento de capital no remunerado de 30% que afectó al financiamiento externo, incluyendo créditos externos y depósitos en moneda extranjera, pero no se aplicó a entradas de capital generadas vía inversión extranjera directa o vía la emisión primaria de acciones de empresas chilenas. Los requerimientos de capital debían ser mantenidos en el Banco Central por un año, independientes del plazo de madurez del préstamo o del depósito, de manera que los influjos de capital de corto plazo tributaban proporcionalmente mayores tasas.

En lo fundamental, para un nivel dado de tipo de cambio, el encaje incrementa la capacidad de las autoridades monetarias de mantener una

diferencial de tasas de interés, por cuanto, la restricción es equivalente a una diferencial de tasa de interés de equilibrio de 3% para una inversión con un horizonte de un año. Sin embargo, no debería ser un instrumento útil para retrasar decisiones de realineamiento cuando los participantes del mercado están convencidos de que son inminentes. En efecto, en dos ocasiones en que el Banco Central de Chile vaciló en ajustar la paridad, el encaje no fue un obstáculo para los participantes del mercado para atacar el piso de la banda y esperar un ajuste discreto de la paridad. Un ejemplo de esto último lo constituye la experiencia de fines de 1994, donde las entradas de capital aumentaron de un promedio de US\$ 750 millones durante los tres primeros trimestres a US\$ 2.000 millones en el último trimestre, antes de que se llevara a cabo la revaluación.

Aun cuando los aportes de capital ingresados vía inversión extranjera directa no estuvieron en ningún momento durante los noventa afectos a encaje, sí lo han estado a la restricción de permanencia de 1 año. La motivación detrás de este tipo de control de capital ha sido la de minimizar la posibilidad de que se ‘disfracen’ créditos como aportes de capital y que estos últimos efectivamente se constituyan en capitales de mediano y largo plazo. La experiencia de los noventa indicaría que esta restricción también ha limitado los arbitrajes en el mercado bursátil y en el de bonos, situación que se estima ha afectado directamente el desarrollo de estos mercados. No obstante el costo que esta medida pudiese haber tenido en estos dos mercados, la autoridad considera que ésta ha ayudado a desincentivar la creación de burbujas de precios que pudiesen haberse generado por las inestabilidades de los mercados financieros internacionales y, por esa vía, aminorar el impacto de dicha volatilidad sobre el gasto privado.

En general, la efectividad de estos controles de capital ha sido fuertemente cuestionada, por cuanto la evidencia demuestra que éstos no pudieron evitar la sostenida y significativa entrada de capitales que mostró el país durante los primeros siete años de la década. Sin embargo, sí habrían tenido éxito estos controles para cambiar la preferencia de los agentes hacia una deuda de mayores plazos. En efecto, la evidencia indica que durante el período la deuda de mediano y largo plazo se incrementó desde US\$ 14 billones en 1990 a algo menos de US\$ 30 billones en 1998 mientras la deuda de corto plazo se redujo desde US\$ 3,4 billones a US\$ 1,6 billones en igual período.

Aun cuando el encaje de 30% se redujo a 0% en septiembre de 1998 y el requerimiento de permanencia de 1 año de la inversión extranjera directa continúa vigente, es importante mencionar que la motivación de las autoridades para aplicar este tipo de controles no ha cambiado en demasía.

En particular, la no eliminación del encaje sino su reducción a 0% demuestra que las autoridades no quieren entregar la señal al mercado de que renunciaron a este instrumento, por cuanto han manifestado que si las condiciones lo ameritan, éste será restablecido. En general, el principio que ha regido en las autoridades en este tema durante la década ha sido el reconocer que los controles de capital tienen costos microeconómicos importantes, sin embargo éstos se estiman menores frente al riesgo de inestabilidad macroeconómica y al desalineamiento sostenido del tipo de cambio que pudieran provocar movimientos indeseados de capitales.

4. Nominalización de la política monetaria

A medida que la tendencia inflacionaria ha venido disminuyendo a través de los últimos años, se ha venido planteando en la discusión pública la conveniencia de avanzar en la desindexación o nominalización de la economía, y, en particular, de la política monetaria que implementa el Banco Central. Este último, por su parte, ha planteado la necesidad que los agentes privados tomen sus decisiones de salarios y contratos en función de la inflación futura.

Desde la perspectiva del control inflacionario, existen al menos dos argumentos que hacen conveniente avanzar en una desindexación global de la economía. Por una parte, la indexación de los costos financieros, los salarios y otros precios con respecto a la variación pasada del IPC genera inercia en la tasa de inflación, lo que hace más difícil la disminución de su tendencia y también su control ante eventuales rebrotes. Es decir, se requiere hacer un uso más intensivo de los instrumentos de política monetaria para lograr el mismo impacto sobre la inflación, lo que se transmite a una mayor volatilidad del empleo, la producción y el tipo de cambio real. Por otra parte, la inflación se torna más inestable en presencia de indexación en los precios, porque los choques sobre precios individuales se generalizan a choques globales a través de las cláusulas de reajustabilidad automática. Este argumento ha venido adquiriendo mayor importancia a medida que la inflación total descende, y por lo tanto el *impacto relativo* de este tipo de choques es mucho mayor hoy en día que cuando la inflación se encontraba en torno al 20% o 30%.

La evolución macroeconómica de los primeros ocho años de la década parecería contradecir estas observaciones, pues con salarios y políticas indexadas se logró una reducción sustancial de la inflación a niveles de un dígito, sin generar desequilibrios en la economía. Sin embargo, las circuns-

tancias que se enfrentaron en este período han sido particularmente favorables para avanzar en este proceso sin grandes traumas. Específicamente, la trayectoria de apreciación del tipo de cambio real permitió que la inflación transable liderara el proceso de reducción de la inflación, mientras que la inflación no transable, donde la inercia es mayor, podía acomodarse a la baja más lentamente. Sin embargo, esta tendencia a la apreciación del peso ha cambiado en los últimos dos años hacia una de depreciación y de mayor volatilidad.

Ciertamente, la depreciación que ha exhibido el peso, de más 20% en el período 1998-1999, debería haber corregido en gran medida el desequilibrio cambiario que mostraba la economía chilena hacia fines de 1997. De ser así, y considerando un escenario externo en los próximos años de menor disponibilidad relativa de capitales respecto a la exhibida en la primera parte de la década, es factible esperar que el tipo de cambio no debería ser un elemento que continúe presionando a la baja los precios de bienes transables, con lo cual para continuar avanzando en este frente se requerirá de mayor flexibilidad en los precios de bienes no transables para así mantener el ritmo de reducción de la inflación, y también para facilitar los ajustes de precios relativos que sean necesarios en el futuro, sin que ello genere rebrotes inflacionarios u otros desequilibrios internos o externos sobre la economía.

En términos teóricos, se plantea que para ser efectiva la nominalización ésta debiera ser comprensiva y no sólo abarcar las políticas del Banco Central, sino también el resto de los precios y salarios en la economía. Sin duda, ésta es la meta final, y el escenario ideal para lograrla sería una acción coordinada entre las decisiones de política económica de la autoridad, y la desindexación del resto de los precios. Sin embargo, este escenario parece estar fuera del alcance de las posibilidades de la economía chilena. A diferencia de otras experiencias en las que se ha llevado a cabo este tipo de políticas comprensivas de desindexación, la estructura de negociación salarial en Chile es esencialmente descentralizada, lo que significa que la nominalización efectiva no va a partir por la vía administrativa o legislativa, sino que será una respuesta de mercado a un cambio de las condiciones de la economía.

En este contexto, la autoridad monetaria¹² constituye un agente fundamental para dar inicio al proceso de nominalización de la economía. En efecto, la nominalización de la política del Banco Central contribuye a

¹² La indexación existente en ciertos impuestos hace que la autoridad fiscal también sea un agente que puede contribuir a nominalizar la economía.

desindexar un componente importante de la estructura de costos de las empresas: los costos financieros, y esto rompe el círculo vicioso que existe entre la indexación de los precios privados y la indexación de la política monetaria. A la vez, la nominalización demuestra un compromiso efectivo de las autoridades monetarias con su meta de inflación, lo que de por sí lleva a entregarle mayor credibilidad como ancla nominal. Aunque no es el camino ideal, su alternativa, esperar que la desindexación se produzca primero en el resto de la economía, es un círculo vicioso sin solución.

Es importante tener en consideración que el beneficio directo de desindexar pasa por disminuir la *persistencia de la inflación* y no por una *caída en su nivel*. Adicionalmente, un beneficio indirecto para la economía sería que las tasas de interés nominales se estabilizarían, trasladando la volatilidad de la tasa de inflación mensual a las tasas de interés reales (expresadas en UF). La estabilidad de las tasas de interés nominales permitiría eliminar las fuertes fluctuaciones que exhibe actualmente los agregados monetarios.

En general, las propuestas de nominalización de la política monetaria consistirían en modificar el instrumento de política monetaria desde la actual tasa de interés real interbancaria diaria hacia una fijada en términos nominales. Además, los instrumentos de entrega de liquidez, como por ejemplo la tasa de interés de los repos, y cualquiera otra señal monetaria de corto plazo, deberían ser determinados en términos nominales. En tanto, los documentos del Banco Central que sean licitados por un período igual o inferior a un año, deberían ser subastados a tasas de interés nominales y su volumen y variedad dependería de las necesidades del sistema financiero. Sin embargo, las licitaciones de documentos del Banco Central (PRC) a 8 y más años plazo deberían continuar efectuándose a tasas de interés reales (en términos de UF).

5. Conclusiones

La combinación de políticas monetaria, fiscal y cambiaria aplicadas durante los noventa ha permitido que la economía chilena haya presentado, en promedio, un nivel de alto y estable crecimiento, con bajo desempleo y una sostenida reducción de la tasa de inflación. Estos resultados han sido parte de una estrategia de desarrollo donde las autoridades han privilegiado el actuar con prudencia y gradualidad en todos los frentes económicos, permitiendo así mantener los equilibrios macroeconómicos que aseguren un crecimiento sostenido en el mediano plazo. Esta estrategia, a su vez, ha

permitido y debería permitir en el futuro enfrentar el desafío de lograr una menor variabilidad en la tasa de crecimiento del producto evitando así los típicos ciclos de 'parar y acelerar' que han caracterizado largamente a nuestra economía y a las demás de la región.

Los resultados obtenidos y los acontecimientos ocurridos en otras economías de la región confirman la política seguida por las autoridades de que el déficit de cuenta corriente es en sí un objetivo, y debería de continuar siéndolo en la medida que no se esté seguro de la estabilidad de los flujos de capital. En efecto, la reciente experiencia de ciertas economías asiáticas, y anteriormente la de México en 1995, casos donde se incubaron grandes desequilibrios externos y financieros que posteriormente derivaron en las respectivas crisis ya conocidas, constituyen experiencias que apoyan la posición de prudencia que ha seguido Chile en esta materia durante los noventa.

El objetivo ha sido privilegiar la obtención de déficit de cuenta corriente sustentable en el tiempo en vez de permitir la generación de un déficit demasiado alto en cuenta corriente, o lo que es lo mismo, el no permitir un excesivo endeudamiento externo, ya que más temprano que tarde éste se debe pagar, y, cuando esto sucede, los costos suelen ser enormes en actividad y empleo. En este sentido, la evidencia de los noventa indica que la prudencia de las autoridades se reflejó en que éstas decidieron que la determinación del déficit de cuenta corriente sostenible en el mediano plazo fuera determinado por una combinación de un rango de 3% a 4% del PIB y por la magnitud de aquellos capitales que se consideran suficientemente sólidos como para esperar que no serán revertidos.

En términos de la política de desinflación, el entorno indexatorio que aún exhibe la economía chilena hace recomendable continuar aplicando una política de objetivos de inflación, con metas que se acerquen gradualmente hacia los niveles de las economías desarrolladas. Sin embargo, a medida que la economía avance a objetivos de inflación menores, la consolidación de éstos requerirá cada vez más contar con mecanismos que permitan desindexar la economía. En efecto, si bien la economía chilena ha logrado reducir la tasa de inflación a niveles en torno al 3% durante el período 1998-1999, los avances futuros dependerán fuertemente no sólo del diseño de políticas monetarias y fiscales coherentes con las posibilidades de crecimiento en el mediano plazo, sino que también de los avances que se pueden lograr en materia de reducción del grado de indexación de la economía.

La desindexación de la economía requiere avanzar en todos los sectores en donde ésta existe, ya que, aun cuando la eliminación de esta

práctica en algún sector específico ayudaría, no sería suficiente para el logro de todos los resultados esperados. En este contexto, la desindexación de la política monetaria, a través de la utilización de una tasa de interés nominal en vez de una real, debería ayudar a desindexar el sistema financiero de corto plazo. Sin embargo, en la medida que continúe la indexación, por ejemplo, en el mercado laboral, la inercia del proceso inflacionario seguirá siendo un elemento importante en la explicación de la inflación en Chile. En este sentido, un avance importante que ha surgido en los últimos años es la mayor utilización de la inflación meta y no la pasada como indicador de reajustabilidad en las negociaciones salariales, situación que permite que la inercia inflacionaria tienda a disminuir. De igual forma, la obtención y mantención de bajas tasas de inflación deberían llevar en el futuro a que la indexación tendiera a autoeliminarse.

Finalmente, la crisis asiática y el nuevo escenario de flujos de capitales que ha experimentado la región durante 1998 y 1999 han cambiado el contexto en que se desarrolla actualmente la política monetaria y cambiaria en Chile. En particular, las menores ganancias de productividad que empezó a mostrar la economía chilena desde finales de 1996 no permitieron continuar acomodando la sostenida apreciación real del peso. Adicionalmente, la mayor volatilidad externa exhibida por los mercados de capitales en el último tiempo, sumado a la relativa menor disponibilidad de capitales respecto de la primera mitad de la década, llevaron a que la expectativa de la paridad peso/dólar se modificara desde una con una clara tendencia a la apreciación del peso hacia una de mayor volatilidad pero con un sesgo a la depreciación del peso. Esta situación llevó primero a que se suspendieran ciertos controles de capital y, posteriormente, se abandonara el sistema de bandas cambiarias por un sistema de libre flotación. En este escenario de mayor volatilidad y de menor abundancia de flujos de capitales, el Banco Central no ha necesitado continuar con el dilema de evitar la apreciación excesiva del peso, en circunstancias que las tasas reales de interés en Chile todavía se ubican por encima de las internacionales. Es más, las actuales condiciones han permitido que la política monetaria de tasas reales de interés cuente con un grado de independencia relativamente mayor que en el pasado, situación que debería ayudar el manejo monetario y, de esta forma, facilitar la obtención de los objetivos de estabilidad de precios y mantención de los equilibrios de las cuentas externas, objetivos que continúan guiando las principales directrices de la política macroeconómica chilena.

REFERENCIAS

- Corbo, V. (1985). "Reforms and Macroeconomic Adjustment in Chile during 1974-1984". *World Development*, 13 (agosto).
- y S. Fischer (1994). "Lessons from the Chilean Stabilization and Recovery". En B. Bosworth, R. Dornbusch y R. Labán (editores), *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges*. Washington D.C.: Brookings Institution.
- Eyzaguirre, N.; y Rojas, P. (1995). "Las políticas monetaria y cambiaria en Chile: Condicionantes históricos, desarrollo y desafíos futuros". Mimeo, Banco Central de Chile.
- Fontaine, J. A. (1991). "La administración de la política monetaria en Chile, 1985-1989". *Cuadernos de Economía*, 83 (abril).
- Le Fort, G. (1995). "Políticas monetaria y cambiaria y ancla nominal en Chile". Mimeo, Banco Central de Chile.
- Magendzo, I.; Rojas, P.; y Vergara, R. (1996). "Bandas cambiarias: La experiencia chilena, 1990-1994". En F. Morandé y R. Vergara (editores) *Análisis empírico del tipo de cambio en Chile*. Santiago: ILADES Georgetown University y Centro de Estudios Públicos.
- Massad, C. (1998). "La política monetaria en Chile". *Economía Chilena*. Vol. N° 1, Banco Central de Chile.
- Reinstein A.; y Vergara, R. (1993). "Regulación y supervisión eficiente del sistema bancario". *Estudios Públicos*, 49 (verano).
- Rojas, P. (1997). "Tipo de cambio real e inflación". *Punto de Referencia* N° 195, Centro de Estudios Públicos, diciembre.
- (1996). "Un análisis descriptivo de las políticas económicas aplicadas en el período 1990-95". Mimeo Banco Central de Chile, febrero.
- López, E.; y Jiménez, S. (1997). "Determinación del crecimiento y estimación del producto potencial en Chile: El rol del comercio". En F. Morandé y R. Vergara (editores), *Análisis empírico del crecimiento en Chile*. Santiago: Centro de Estudios Públicos e ILADES Georgetown University.
- y Jiménez, S. (1997). "Objetivos de inflación: Consideraciones teóricas y evidencia empírica". *Estudios Públicos*, 65 (verano).
- y Vergara (1996). "Política cambiaria en Chile: Aspectos teóricos y de política económica". *Cuadernos de Economía*, marzo.
- Vergara, R. (1994). "Política cambiaria en Chile: La experiencia de una década (1984-1994)". *Estudios Públicos*, 56 (primavera).
- Zahler, R. (1992). "Política monetaria en un contexto de apertura de la cuenta de capitales". *Boletín Mensual*, Banco Central de Chile.
- (1995). "Fundamentos de la política macroeconómica y perspectivas de la economía chilena para el corto plazo". *Boletín Mensual*, Banco Central de Chile, julio. □