

A VEINTE AÑOS DE LA AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE*

José De Gregorio R.**

I. INTRODUCCIÓN

La autonomía del Banco Central está consagrada en la Constitución y, específicamente, en la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile, promulgada en octubre de 1989 y que constituyó un cambio trascendental para el funcionamiento de la economía chilena.

La Ley establece que el Banco Central es un organismo autónomo, de rango constitucional, de carácter técnico, con personalidad jurídica, patrimonio propio y duración indefinida. En su artículo tercero señala que “el Banco tendrá por objeto velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos”. Agrega que “Las atribuciones del Banco, para estos efectos, serán la regulación de la cantidad de dinero y de crédito en circulación, la ejecución de operaciones de crédito y cambios internacionales, como, asimismo, la dictación de normas en materia monetaria, crediticia, financiera y de cambios internacionales”.

Además, establece que “ningún gasto público o préstamo podrá financiarse con créditos directos o indirectos del Banco Central”. Finalmente, el artículo sexto señala que “El Consejo, al adoptar sus acuerdos, deberá tener presente la orientación general de la política económica del Gobierno”.

Este es, pues, un mandato claro para el Banco Central de Chile, para el cual establece instrumentos y mecanismos de nombramiento y remoción del Consejo, así como vehículos de coordinación con el Ejecutivo.

Además, la autonomía se refuerza y legitima mediante el logro de esos objetivos y con una política de comunicaciones y transparencia que el Banco ha venido poniendo en práctica, con alcances que van mucho más allá de lo que la propia Ley Orgánica

establece en cuanto a la obligación de informar sobre sus decisiones.

En este artículo abordaré algunos de los principales elementos en materia de autonomía de bancos centrales y realizaré una evaluación de los principales logros de estos años.

II. EL PORQUÉ DE LA AUTONOMÍA

Una inflación elevada es costosa para la sociedad, pues está asociada a una mayor volatilidad de los precios, lo que produce distorsiones en la asignación de recursos. Señales de precios erróneas llevan a decisiones de inversión erróneas, es decir, a un uso menos eficiente de los recursos, lo que reduce la capacidad productiva de la economía y, finalmente, el crecimiento.

Existe abundante evidencia sobre los efectos nocivos de la inflación para el crecimiento de largo plazo (Barro, 1995; De Gregorio, 1996).

Pero ¿por qué existe una tendencia a una inflación más elevada cuando los bancos centrales no son autónomos?

En primer lugar, están las necesidades de financiamiento del gasto público. Son varias las razones por las cuales siempre existe una presión a un mayor gasto público. Muchas de ellas son ampliamente conocidas y no es del caso analizarlas en este documento. Lo cierto es que esta tendencia a un mayor gasto público, sumado al hecho de que la inflación es un impuesto de fácil recaudación, implica una presión natural hacia una mayor inflación.

* Versión adaptada de la presentación realizada para la conmemoración de los 20 años de autonomía del Banco Central de Chile, organizada por Icare el 29 de octubre en Santiago. Se agradecen los valiosos comentarios y aportes de Luis Felipe Céspedes, Mariana García y Jorge Restrepo en la preparación de esta presentación.

** Presidente, Banco Central de Chile. E-mail: jdegregorio@bcentral.cl

Numerosos episodios en donde han primado los objetivos fiscales por sobre los de estabilidad de precios han resultado en significativas espirales inflacionarias, de alto costo para las sociedades. Esto es algo muy conocido en Chile y en toda nuestra región.

Un segundo elemento detrás del “sesgo” inflacionario dice relación con el llamado problema de inconsistencia dinámica. Paralelamente a la tendencia del gobierno a incrementar el gasto público, se encuentra el incentivo de incrementar la actividad económica a niveles superiores a los sostenibles. Existen diversas razones para que esto ocurra. Potenciales fallas de mercado pueden redundar en un nivel de producto menor al socialmente óptimo o razones de ciclo político pueden llevar al Banco Central a tratar de incrementar el nivel de actividad más allá del nivel sostenible en el mediano plazo. ¿Cómo puede el gobierno (Banco Central) generar un mayor nivel de producto? Sorprendiendo a los agentes económicos con un nivel de inflación mayor al esperado. La sorpresa inflacionaria incrementa la demanda agregada y la actividad.

Pero sabemos que el público comprende cabalmente esta situación, por lo que el resultado final será más inflación y un nivel de producto igual al que se obtendría sin sorpresas inflacionarias. La inflación no puede generar aumentos permanentes del producto. Es decir, se genera mayor inflación sin mayor actividad, lo que arroja un menor bienestar social.

El otorgamiento de autonomía a la autoridad monetaria ha sido una forma de establecer un compromiso creíble con la estabilidad de precios y, a la vez, permitirle implementar una política monetaria que contribuya a suavizar el ciclo económico.

En la medida en que el Banco Central sea independiente de las necesidades de financiamiento del gobierno, se eliminará el sesgo inflacionario atribuible al financiamiento de un déficit público recurrente.

Además, el aumento en el horizonte de planeación de un banco central asociado a su mayor independencia reduce el problema de inconsistencia dinámica, por cuanto su interacción con los agentes económicos se repite en el tiempo. En este contexto, la reputación del banco central actúa como un mecanismo autorregulador de su comportamiento. Así, en la medida en que el horizonte de planeación del banco central sea

mayor, mayor será la probabilidad de implementar políticas eficientes. Lo anterior incrementa significativamente la capacidad de un banco central de lidiar con *shocks* externos.

Para una economía abierta como la chilena, la credibilidad del Banco Central puede tener importantes efectos sobre la competitividad. Un banco central creíble, donde las expectativas de inflación se encuentran ancladas, experimentará un menor coeficiente de traspaso de tipo de cambio a la inflación. Lo anterior le permite al Instituto Emisor responder de manera más flexible frente a *shocks* que requieran una depreciación del tipo de cambio real.

A modo de resumen, si existe confianza en el compromiso antiinflacionario del banco central, este puede reaccionar de manera más flexible frente a diversos *shocks* y, de esta forma, minimizar las desviaciones del producto respecto de su nivel potencial.

Así, el banco central puede suavizar el ciclo económico y, al mismo tiempo, preservar la estabilidad de precios. El elemento clave en esta estrategia es la credibilidad del banco central en su compromiso con la estabilidad de precios, y para ello son claves la comunicación y la transparencia.

III. AUTONOMÍA Y TRANSPARENCIA

La autonomía significa que el Estado delega al Banco Central el manejo de la política monetaria, de forma que sea ejercida con criterios técnicos y con un horizonte de mediano plazo. Aquí surge la primera razón por la cual los bancos centrales deben ser transparentes: la necesaria legitimidad que debe tener en un régimen democrático una institución autónoma y cuyas decisiones tienen importantes implicancias sobre el bienestar nacional. Las instituciones autónomas deben informar adecuadamente al país de su accionar.

En el caso chileno, la entrega de información está consagrada en la Ley Orgánica Constitucional, en donde se establece que una vez al año, el Banco debe informar a la Presidencia de la República y al Senado de las políticas y normas generales que dicte en el ejercicio de sus atribuciones. Esto se hace en septiembre, cuando el Consejo del Banco expone el *Informe de Política Monetaria (IPoM)* ante el pleno del Senado de la República. No obstante, el

Banco amplió de manera sustancial la entrega de información, y se han hecho importantes avances durante este año. En primer lugar, desde marzo, se publica en nuestra página *web* la minuta de antecedentes preparada por la División de Estudios un día antes de la Reunión de Política Monetaria. De esta forma, se entregan al público los mismos antecedentes con que cuenta el Consejo al momento de tomar las decisiones de política monetaria. Además, el Consejo anunció que desde diciembre próximo, incrementará la frecuencia del *IPoM* de tres a cuatro por año.

Asimismo, el Banco publica dos veces al año el *Informe de Estabilidad Financiera*, en diciembre y junio, y, una vez al año, como parte de su Memoria, se publica el informe anual sobre la administración de las reservas internacionales.

Pero esto no es suficiente. La legitimidad se fortalece con comunicación directa, abierta y no excluyente, hacia el público en general, y por ello, los documentos señalados anteriormente se suben a nuestra página al mismo momento en que están siendo presentados. Además, el Banco emite otros informes, comunicados, minutas, estudios especializados y publicaciones estadísticas, todo lo cual está disponible para todo el público. Esto se complementa con

exposiciones de consejeros o del *staff*, que también se suben a Internet.

La época en que el trabajo de los bancos centrales era algo complejo e indescifrable ha ido quedando atrás. Es nuestro interés, aunque no sea fácil lograrlo, que la comunidad entienda nuestro trabajo, que es la provisión de un bien público como la estabilidad que permite el progreso del país, y no una operación de tecnócratas con criterios incomprensibles.

Existe otra importante razón por la cual los bancos centrales deben ser transparentes: la eficacia de la política monetaria. En los últimos años, se ha avanzado en el consenso de que una mejor política monetaria es aquella que se realiza de forma predecible, sin ser fuente ella misma de ruido e inestabilidad. Para ello, es necesario comunicar de manera adecuada la visión que tenemos de cómo funciona la economía y cómo las decisiones de política monetaria afectan la inflación.

IV. RESULTADOS

Durante la década de los noventa, se produjo un incremento sustancial del número de bancos centrales autónomos, de tal forma que muchos países introdujeron reformas legales a favor de la autonomía (cuadro 1).

CUADRO 1

Evolución Índice de Autonomía de Bancos Centrales e Inflación^a

A. Fines de los ochenta

| Países | Inflación promedio (1989, en %) | Índice de autonomía ^b | | |
|---------------|------------------------------------|----------------------------------|-----------|-------|
| | | Político | Económico | Total |
| Avanzados | 5.3 | 0.39 | 0.59 | 0.48 |
| Emergentes | 18.6 | 0.27 | 0.38 | 0.32 |
| En desarrollo | 22.5 | 0.27 | 0.45 | 0.35 |

B. 2003

| Países | Inflación promedio (2003, en %) | Índice de autonomía ^b | | |
|---------------|------------------------------------|----------------------------------|-----------|-------|
| | | Político | Económico | Total |
| Avanzados | 2.1 | 0.74 | 0.81 | 0.77 |
| Emergentes | 7.0 | 0.47 | 0.75 | 0.61 |
| En desarrollo | 8.4 | 0.29 | 0.67 | 0.48 |

Fuentes: Arnone et al. (2007) y Fondo Monetario Internacional.

a. Países con inflación sobre 100% fueron eliminados de la muestra.

b. Cifras estandarizadas. Un mayor valor del índice implica un mayor grado de autonomía.

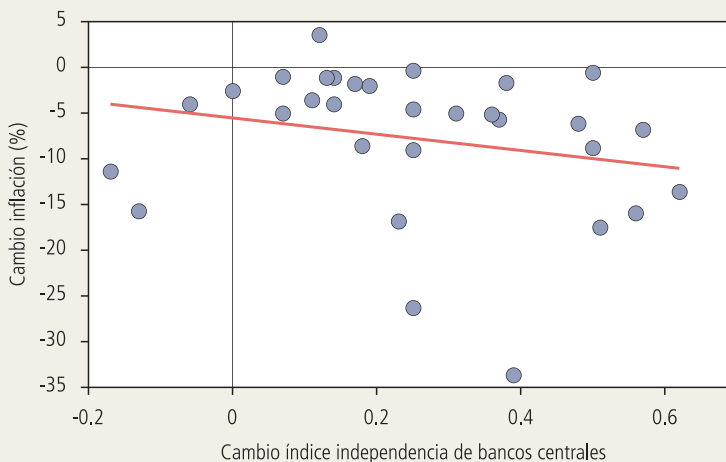
La evidencia muestra que el aumento de la independencia de los bancos centrales ha estado asociada a una reducción de la inflación (gráfico 1). Esto vale tanto para países en desarrollo como para economías avanzadas, y corroboran lo encontrado en un amplio número de investigaciones, que realizan análisis estadísticos más sofisticados para confirmar la solidez de las correlaciones parciales (por ejemplo Cukierman, 2006; Jácome y Vázquez, 2008). Asimismo, mayores grados de independencia han contribuido a reducir la volatilidad de la inflación. Por lo tanto, la autonomía es una estrategia adecuada para corregir el sesgo inflacionario. En resumen, la evidencia indica que mayores grados de independencia están asociados con inflaciones menores y más estables y, en consecuencia, con mayor crecimiento.

En Chile, en los veinte años de autonomía, la inflación ha promediado 7.5%. En la última década, período en el cual la inflación ha promediado 3.2%, la volatilidad del producto ha caído marcadamente en relación con décadas anteriores (gráfico 2). Estos resultados sugieren que la conducción de la política monetaria por un Banco Central autónomo ha tenido un efecto de primer orden en nuestro desempeño macroeconómico.

En materia del proceso inflacionario, los resultados que se obtienen de estudios especializados son alentadores. La mayor credibilidad del banco central en su objetivo inflacionario, que se constata directamente en las expectativas de inflación a dos años plazo por parte del mercado, ha significado que la dinámica inflacionaria reduzca el conocido *tradeoff* entre inflación y crecimiento.

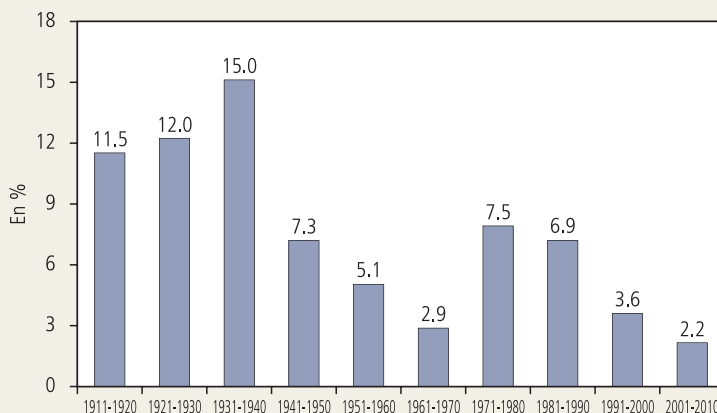
La evidencia muestra que la inflación está hoy mejor anclada en las expectativas futuras de inflación. La inflación mira menos al pasado y más hacia la meta. Esto implica que los ajustes ante *shocks* conllevan un

GRÁFICO 1
Cambio en Inflación y Cambio en Autonomía de Bancos Centrales^a



Fuentes: Fondo Monetario Internacional y Arnone et al. (2007).
a. Cambio inflación corresponde a la inflación promedio en el período 2000-2008 menos la inflación promedio en el período 1980-1989. Cambio en autonomía corresponde a cambio en el índice de autonomía de Arnone et al. (2007) entre el 2003 y fines de los ochenta.

GRÁFICO 2
Volatilidad del Crecimiento en Chile, 1911-2010^a
(Desviación estándar tasa de crecimiento)



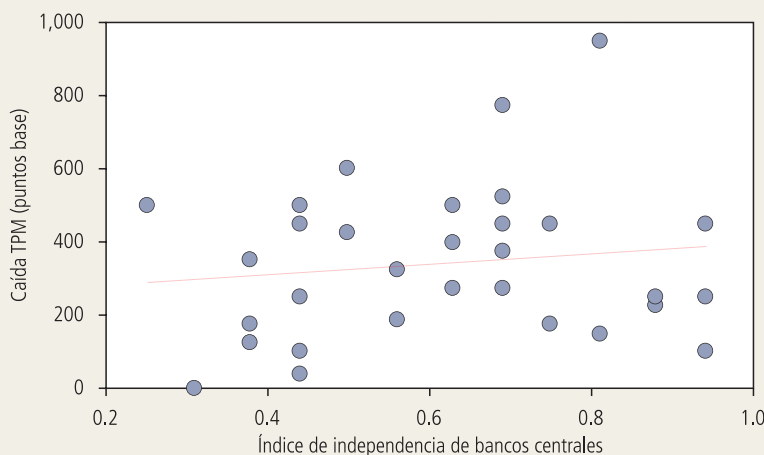
Fuente: Banco Central de Chile.
a. 2009-2010 en base a IPoM de Septiembre de 2009.

menor costo de estabilización y, por lo tanto, una mayor estabilidad del producto, sin sacrificar el objetivo inflacionario (Céspedes y Soto, 2007).

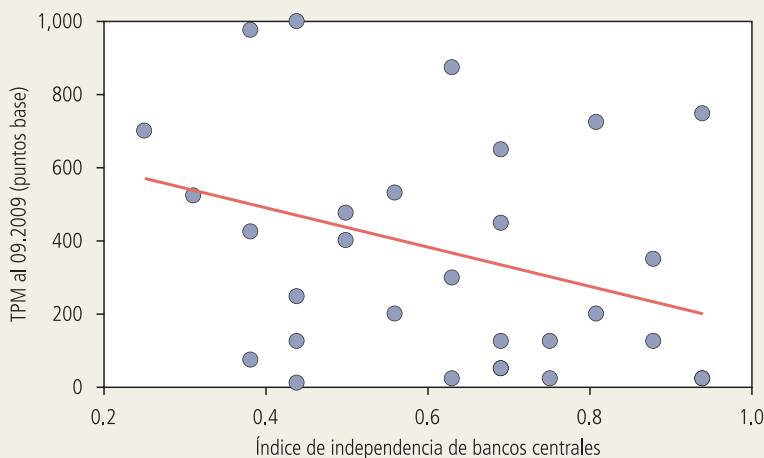
Una muestra de la importancia de la autonomía del banco central y de la ganancia en credibilidad asociada a esta, dice relación con la capacidad para implementar políticas contracíclicas.

Tasa de Política Monetaria e Independencia de Bancos Centrales

A. Caída TPM entre sept. 2008 y sept. 2009 e independencia de bancos centrales



B. Nivel TPM a septiembre 2009 e independencia de bancos centrales



Fuentes: Arnone et al. (2007) y Bloomberg.

Las acciones estabilizadoras del banco central en un contexto de autonomía, permiten hacer frente a *shocks* negativos sin sacrificar la credibilidad. Un reflejo de lo anterior se encuentra en la experiencia chilena reciente. La significativa inyección de liquidez en el mercado y la posterior agresiva reducción de la tasa de interés, como respuesta a los efectos de la crisis financiera internacional de septiembre del 2008, se dio en un contexto en el cual las expectativas de inflación en el horizonte

de política se mantuvieron coherentes con la meta de inflación.

La literatura empírica para el caso chileno entrega evidencia respecto de la existencia de una relación negativa entre el coeficiente de traspaso de depreciaciones nominales a la inflación y la credibilidad del Banco Central (por ejemplo Céspedes y Valdés, 2006; Céspedes y Soto, 2007). Dicha credibilidad es clave para permitir que el tipo de cambio real contribuya a los ajustes de la economía.

En términos de los desarrollos más recientes, la evidencia muestra que bancos centrales más autónomos han implementado expansiones monetarias más agresivas, lo que se observa en que mayores niveles de independencia se asocian a mayores disminuciones en las tasas de política y a niveles más bajos de las tasas a septiembre del 2009 (gráfico 3).

V. CONCLUSIONES

A veinte años de la autonomía al Banco Central de Chile, podemos decir que esta ha sido exitosa y se ha consolidado.

Aún enfrentamos desafíos. La evolución de la economía en los últimos años ha levantado temas que debemos seguir analizando para mejorar el marco de políticas.

En todo caso, una lectura objetiva de la realidad, con las dificultades personales

y conflictos de interés que tengo para ser un árbitro independiente, nos muestra que nuestro país tiene una política monetaria como nunca antes había conseguido.

La amplitud del ciclo económico se ha atenuado y se ha consolidado la inflación baja. Las expectativas inflacionarias se han estabilizado y es posible realizar una efectiva política monetaria contracíclica. Para ello, hemos contado con una política fiscal responsable y predecible.

Los éxitos en el manejo de la política monetaria son obra de muchos. Muchos, que desde fuera del Banco, han resaltado la importancia de su autonomía, los logros en materia macroeconómica y también han realizado serios aportes para mejorar la conducción de la política monetaria. Ello permite consolidar la institución.

También, hay muchos que han contribuido de manera decisiva desde dentro del Banco. Quienes me han antecedido en la Presidencia, quienes han sido miembros del Consejo, y también un gran contingente de excelentes economistas y profesionales que han aportado al diseño de la política monetaria, a una mejor comprensión de nuestra economía, y a manejar una institución en la cual el país ha depositado una gran responsabilidad, y sobre la cual tenemos una enorme obligación de excelencia.

REFERENCIAS

- Arnone, M., B.J. Laurens, J.F. Segalotto y M. Sommer (2007). "Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends." Working Paper 07/88, Fondo Monetario Internacional.
- Barro, R. (1995). "Inflation and Economic Growth." *Bank of England Quarterly Bulletin* 35: 166-76.
- Céspedes, L.F. y R. Valdés (2006). "Autonomía de Bancos Centrales: La Experiencia Chilena." *Economía Chilena* 9(1): 25-45.
- Céspedes, L.F. y C. Soto (2007). "Credibility and Inflation Targeting in Chile." En *Monetary Policy under Inflation Targeting*, editado por F. Mishkin y K. Schmidt-Hebbel, Banco Central de Chile.
- Cukierman, A. (2006). "Independencia del Banco Central e Instituciones Responsables de la Política Monetaria: Pasado, Presente y Futuro." *Economía Chilena* 9(1): 5-23.
- De Gregorio, J. (1996). "Inflación, Crecimiento y los Bancos Centrales: Teoría y Evidencia." *Estudios Públicos* 62: 29-76.
- Jácome, L.I. y F. Vázquez (2008). "Is There Any Link between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean." *European Journal of Political Economy* 24: 788-801.