

VI. CAPÍTULO V

A 25 AÑOS DE LA AUTONOMÍA
DEL BANCO CENTRAL:
ALGUNAS LECCIONES DE POLÍTICA

José De Gregorio R.
Presidente del Banco Central de Chile
2007-2011

José De Gregorio R.,

Presidente del Banco Central de Chile 2007-2011¹



JOSÉ DE GREGORIO REBECO fue Presidente del Banco Central de Chile desde diciembre del 2007 hasta diciembre del 2011.

Además, se desempeñó como Vicepresidente del Instituto Emisor desde diciembre del 2003, y como Consejero desde junio del 2001.

Es Ingeniero Civil Industrial y Magíster en Ingeniería de la Universidad de Chile, y Doctorado (Ph.D.) en Economía del Massachussets Institute of Technology (MIT).

Actualmente es profesor titular del Departamento de Economía de la Universidad de Chile e investigador senior no residente del Peterson

Institute for International Economics en los Estados Unidos.

Con anterioridad, fue Tri-ministro en las carteras de Economía, Minería y Energía, y Coordinador de Políticas Económicas del Ministerio de Hacienda de Chile. Además, fue economista investigador en el Fondo Monetario Internacional y previamente trabajó en Cieplan. Ha sido investigador visitante del FMI y el Banco Mundial. En la actualidad es también asesor y director de empresas y de organismos internacionales.

En el plano académico, ha sido profesor en universidades chilenas e internacionales y es autor de numerosos libros y publicaciones en revistas académicas internacionales.

1. Preparado para el panel de ex-Presidentes del Banco Central de Chile en la conferencia The Role of Central Banks in Modern Times: Twenty-Five Years into the Central Bank's of Chile Independence, Santiago, 24 de octubre 2014.

Es un placer participar en la celebración los 25 años de la autonomía del Banco Central de Chile, la que ha sido una piedra angular de nuestro buen desempeño económico. El Banco ha ido perfeccionando sus políticas a través del tiempo y es un ejemplo de cómo una institución es capaz de adaptarse a nuevos desafíos aprendiendo del pasado y de la experiencia internacional.

Se me ha pedido que me refiera a algunas lecciones que para mí han sido relevantes durante este tiempo, en particular cuando tuve la oportunidad de presidir el Banco. Podría extenderme mucho, pero para cumplir las restricciones de tiempo quisiera referirme a tres puntos:

- La flotación cambiaria y los períodos de intervención.
- El esquema de metas de inflación y la crisis financiera internacional.
- Hacia dónde van y debiera ir las políticas de los bancos centrales.

Intervención cambiaria

En economías pequeñas y abiertas existe una natural vocación exportadora y apreciaciones excesivas y persistentes podrían resultar en costos duraderos. La evidencia no es contundente, pero no podemos descartar la hipótesis anterior y, obviamente, no podemos esperar a que haya evidencia definitiva para tener los instrumentos que permitan enfrentar períodos de apreciaciones significativas.

La intervención cambiaria cumple dos objetivos a la vez. Primero, en la medida que tenga algún efecto sobre el tipo de cambio, el objetivo mercantilista de proteger la competitividad. En segundo lugar, permite aumentar las reservas internacionales. Las reservas fortalecen la posición de liquidez internacional de la economía cuando enfrenta tensiones en los mercados financieros, ya sea por restricciones al financiamiento o por volatilidad cambiaria en momentos de turbulencia.

Es importante destacar que, en general, las reservas no han sido usadas, lo que no significa que no provean protección. Por el contrario, un nivel razonable de reservas internacionales indica fortaleza financiera y además funciona como elemento disuasivo ante la especulación contra la moneda. Obviamente, no es posible aislarse por completo de las turbulencias, pero la mantención de reservas ayuda a mitigar sus efectos.

Esta es otra área donde la evidencia empírica es inconclusa. No siempre se encuentra que la mantención de reservas internacionales aumente la resiliencia de las economías emergentes, pero esto puede deberse en gran parte a que muchos países mantienen reservas en exceso. Sus efectos cambiarios son también acotados. No obstante, algo que caracterizó a las economías emergentes durante la crisis financiera global es que, contrario a otros episodios, tenían altos niveles de reservas, lo que facilitó la flotación cambiaria, debido a que los incentivos para especular contra las monedas de países con un buen colchón de seguridad son bajos. Las economías emergentes no se vieron en la necesidad de usar las reservas para proveer financiamiento en moneda extranjera pues no sufrieron de interrupciones significativas del financiamiento externo, algo que fue característico en la crisis asiática y dio origen al estudio de los *sudden stops*.

Es importante destacar que en períodos de apreciación de la moneda local la intervención ayuda a mitigarla y al mismo tiempo a acumular reservas internacionales en momentos que la moneda extranjera es barata. Esta simultaneidad no se da en períodos de depreciación significativa, pues en esos casos hay que reducir la cantidad de reservas para defender la moneda.

Mi visión al respecto es asimétrica. Puede ser justificable en períodos muy excepcionales intervenir en el mercado cambiario para acumular reservas y mitigar una apreciación, mientras que es muy improbable que se justifique cuando el tipo de cambio se deprecia de manera significativa. No solo se pierden reservas, lo que tiene un límite, sino que también es el primer paso antes de restringir la política monetaria, lo que desvía la atención desde la estabilidad de precios al intento de manejar el tipo de cambio con negativas consecuencias en la actividad y el empleo. En Chile intervinimos cuando hubo mucha presión por la crisis de la convertibilidad en Argentina y después las turbulencias de Brasil. Esto ocurrió en un período en que estábamos empezando la flotación y el panorama regional era particularmente volátil. No obstante, hoy día se ve muy improbable que haya necesidad de intervenir ante depreciaciones significativas debido a *shocks* financieros externos.

La experiencia durante la crisis financiera en Chile es ilustrativa de la capacidad de las monedas de depreciarse significativamente sin mayores repercusiones locales. Entre principios de marzo del 2008,

período en que se comenzó a intervenir, hasta noviembre del 2008, en el *peak* de las turbulencias en las economías emergentes, el tipo de cambio se depreció casi 60 por ciento (desde 430 el 11 de marzo a 683 el 21 de noviembre). Las decisiones que se adoptaron fueron suspender la intervención cuando la depreciación acumulada iba en 27 por ciento y se implementaron *swaps* de divisas para aliviar las tensiones de liquidez interbancaria, pero nunca se pensó intervenir para atenuar la depreciación. Además era tan fuerte la presión sobre las monedas que cualquier intervención hubiera sido inefectiva. Esto último se concluye al comparar el tipo de cambio de Chile y Colombia con el de Brasil y México. Estos dos últimos países sí intervinieron, moderadamente, pero la trayectoria del tipo de cambio fue similar en los cuatro países, independiente de si intervinieron o no.

Tal vez algo que hemos aprendido en los últimos años, tanto desde la investigación económica como la práctica, es que las tradicionales razones para evitar depreciaciones en el pasado se han superado. Se estimaba que una depreciación masiva generaría potenciales vulnerabilidades financieras debido a los descalces de monedas, en especial en el sector corporativo, y aumentos sustanciales de la inflación. Nada de ello ocurrió durante la crisis. Si bien la depreciación tiene efectos sobre los precios, sus efectos inflacionarios son acotados, en particular en regímenes de flotación. Por otra parte, la fortaleza de los balances de bancos y corporaciones, en gran medida debido a políticas regulatorias prudenciales y la misma flotación cambiaria, permite absorber sin grandes sobresaltos depreciaciones relevantes.

Intervenir tiene costos, más allá de los costos del *carry trade*, los que fueron muy claros cuando intervinimos en el contexto de elevados precios de los combustibles el año 2011. Por ello, creo que las intervenciones debieran ser en el futuro cada vez más excepcionales, y deben ser implementadas como lo hicimos en ocasiones anteriores: masivas, mecánicas y sin buscar nunca un nivel para el tipo de cambio.

Metas de inflación, mandato dual y la crisis

Después de la crisis ha habido cuestionamiento al uso de metas de inflación, en especial en economías avanzadas, ya que estas habrían facilitado la burbuja inmobiliaria. Sin embargo, se confunde la causa de la crisis. Ella fue resultado de una liberalización irresponsable de los mercados financieros y negligencia respecto del impacto que una

burbuja inmobiliaria financiada, además, con una elevada expansión del crédito, podría tener sobre la salud del sistema financiero.

No es este el lugar para analizar toda la evidencia empírica acumulada, pero baste señalar que la gran mayoría de las economías emergentes que han seguido metas de inflación enfrentaron de muy buena forma la crisis y tuvieron respuestas de política muy adecuadas. Nunca antes se había observado tantas economías emergentes permitiendo que sus monedas flotaran y aplicando fuertes estímulos fiscales y monetarios, cuando en el pasado estas políticas fueron procíclicas, yendo en la dirección contraria a un buen manejo macroeconómico, con el objetivo de evitar la depreciación de las monedas.

Por otro lado los sistemas financieros de las economías emergentes, salvo en Europa, resistieron bien la crisis. La larga y desastrosa tradición de colapsos financieros del pasado ha generado políticas prudenciales conservadoras que limitan la exposición del sistema bancario a riesgos sistémicos.

Obviamente hay que perfeccionar y modernizar los marcos regulatorios, pero pensar que es el esquema de política monetaria el que debe cambiar es equivocado.

Esto me lleva a un comentario sobre las metas de inflación flexibles, es decir tener una meta de inflación que se intenta cumplir en el mediano plazo, dos años en el caso de Chile, y que se refiere al hecho que hay muchos que aun argumentan que este esquema no se preocupa de la actividad y el desempleo, y por lo tanto sería prudente tener mandato dual.

En trabajos anteriores he tratado de ser explícito sobre por qué las metas de inflación flexibles sí consideran y estabilizan el desempleo y la actividad, pero ciertamente es algo que no pareciera fácil de explicar (e.g., De Gregorio, 2006). Déjeme tratar una vez más. Es precisamente el hecho de que las desviaciones de la meta se pretenden conseguir en un período de varios años, dos en nuestro caso, que se están tomando en consideración los costos en materia de actividad que tiene alcanzar la meta de inflación. Cuando dicha meta es rígida y se intenta cumplir en todo momento es cuando no hay preocupación por los costos del desempleo. Ese no es el caso del esquema aplicado en Chile, y es plenamente consistente con el mandato de estabilidad de precios del

Banco Central y con la disposición de su Ley Orgánica (artículo 6) que establece que: “el Consejo, al adoptar sus acuerdos, deberá tener presente la orientación general de la política económica del Gobierno”. Esta orientación general tiene como característica central el mejoramiento del bienestar de la población, lo que lleva necesariamente a tomar en cuenta los costos de la inflación y también los de las fluctuaciones del producto y el empleo cuando se hace política monetaria.

Donde quedan claramente ilustrados los beneficios de las metas de inflación flexibles es en la conducta de la política monetaria durante la crisis. Chile entró a la crisis con una inflación que bordeaba el 10 por ciento, producto de la fuerza con que afectó el aumento del precio de las materias primas, en particular alimentos. La fuerte desaceleración económica unida a la baja en el precio de las materias primas resultó en una importante caída de la inflación, pero por sobre todo una reducción de la inflación proyectada. Era la recesión que se estaba generando la que traía una caída de la inflación y que justificaba un fuerte relajo monetario, el que efectivamente ocurrió. En América Latina, después de Colombia que comienza con una baja de tasas de 10 por ciento a 9,5 por ciento en diciembre del 2008, le sigue Chile con tres bajas consecutivas, partiendo en enero del 2009, que llevaron la tasa de política monetaria (TPM) de 8,25 por ciento a 2,25 por ciento, y que concluyó en julio de ese año con la TPM en 0,5 por ciento, la más baja del mundo emergente, y con un compromiso que permanecería a ese nivel por un período en torno a un año. El estímulo se retiró de manera muy gradual y a fines del 2010 la tasa recién estaba en 3 por ciento con la economía creciendo con mucha fuerza.

Este fuerte estímulo monetario, unido a una política fiscal expansiva, fueron claves en la rápida recuperación de la economía. Fue una recuperación inédita respecto de nuestra experiencia pasada. El esquema de políticas macroeconómicas cumplió su rol contracíclico.

Considerando los rezagos tradicionales de la política monetaria y lo prolongado de su expansividad, es posible concluir que esta fue la principal causa de la rápida recuperación de la actividad y el empleo. La economía creció en promedio a 5,7 por ciento en los tres años que siguieron a la recesión. Con los datos preliminares para el cambio en las series de empleo, ya a marzo del 2010 se habían creado 320 mil empleos en 12 meses, y a marzo del 2011 un récord de 500 mil empleos en un año. Y esto fue fundamentalmente el resultado de un impulso

monetario sin precedentes en un ambiente internacional favorable donde las economías emergentes crecían con vigor. La expansividad se basó en la caída de la actividad que resultaba en una caída de la inflación dentro del horizonte de proyección.

El principal insumo de la conducción de la política monetaria es la proyección de inflación, que a la vez está determinada de manera importante por la actividad económica. Eso es lo que ha dominado las decisiones de política monetaria en el pasado y en la actualidad. No es la demanda interna, ni el déficit en la cuenta corriente, ni el consumo, ni el crédito, es el nivel de actividad económica respecto de su nivel de plena capacidad. Obviamente el conjunto de indicadores para proyectar la inflación es mucho más amplio, en particular dadas las dificultades para medir en tiempo real la brecha del producto, pero este no es el lugar para extenderme en ello.

Una nota de cautela respecto de la generalidad de no preocuparse por sí misma de otras variables, como por ejemplo el déficit en la cuenta corriente. En Chile eso es posible porque la situación fiscal es muy sólida, la regulación respecto de descalces de moneda es adecuada, y tenemos flotación cambiaria, lo que no es extrapolable a otras economías. Sin duda que una expansión rápida del crédito o el gasto es una señal de alerta respecto de la estabilidad financiera, pero la mejor forma de enfrentarla es endureciendo la regulación.

Una pregunta que más de alguna vez me he hecho es si enfrentado a la grave crisis financiera internacional debiéramos haber actuado de manera distinta. Siempre se podrá discutir si podríamos haber partido un par de meses antes o no, con la rebaja de tasas. Enfrentado a una tasa de inflación significativamente desviada de la meta era una decisión muy compleja. Pero es fácil remediar un potencial atraso de la política monetaria por la vía de aplicar una mayor dosis de estímulo, y eso fue lo que hicimos. Hubiera sido difícil haber ido a la velocidad que fuimos en la baja de tasas, de las más rápidas del mundo, si hubiéramos partido antes con las tradicionales bajas graduales y pausadas en un escenario con una potencial alta persistencia inflacionaria. Muchos ejercicios podremos hacer, pero la mayor satisfacción que he tenido en mi vida profesional fue contribuir desde esta gran institución autónoma a enfrentar una recesión mundial solo comparable a la Gran Depresión y con un gran e inédito desempeño económico.

Pero esa experiencia me deja una lección sobre el activismo. A veces es necesario arriesgar para no quedarse atrasado. Las relajaciones y contracciones monetarias son procesos continuos y con algún grado de predictibilidad, pero deben ser abordados con decisión. Corregir el curso de la política monetaria cuando las condiciones cambian es normal, el riesgo es pecar de excesiva cautela.

Otra lección es confiar que algunos principios básicos en economía se cumplen. La excesiva preocupación por el consumo o el déficit en cuenta corriente, por sobre la inflación y la actividad, puede llevar a una política monetaria inadecuada. La demanda interna no puede crecer para siempre por encima del PIB, existen restricciones presupuestarias, que en la medida que no sean artificialmente afectadas por políticas económicas deben cumplirse. La reciente desaceleración de la demanda y la caída del déficit en cuenta corriente no son sorprendentes; era algo que iba a ocurrir, aunque nuestros modelos predictivos les cuesta determinar el *timing* y el *turning point*.

Las nuevas políticas macroprudenciales

Dada la profundidad de la crisis en las economías avanzadas, muchos esfuerzos se han hecho para prevenir que esto vuelva a ocurrir. Ciertamente las liberalizaciones financieras sin control fueron causas centrales de la crisis. El alto grado de prociclicalidad de la actividad financiera y el ciclo del apalancamiento mostraron ser muy riesgosos.

Una propuesta muy analizada en círculos académicos e instituciones financieras internacionales es el uso de políticas macroprudenciales para reducir la prociclicalidad del sistema financiero y reducir su vulnerabilidad. En las economías emergentes estas propuestas se han complementado con la discusión sobre la utilidad de los controles de capital.

Sin lugar a dudas que estas discusiones son muy útiles. Sin embargo, la aplicabilidad y efectividad de estas medidas es aún incierta. Tampoco está resuelto cómo interactúan estas medidas con la política monetaria y, en particular, su relación con la independencia de los bancos centrales.

La discusión sobre la estabilidad financiera y la aplicación de medidas prudenciales no es nueva en las economías emergentes.

Dada la historia de crisis bancarias, la regulación ha tendido a ser más conservadora, y eso explica en parte la resiliencia de sus sistemas financieros durante la Gran Recesión. No así en Europa emergente, donde los acuerdos de integración les impidieron aplicar medidas más estrictas, como por ejemplo prohibir los préstamos hipotecarios en moneda extranjera.

Incluso se ha argumentado que las economías emergentes no enfrentan el clásico problema de la trinidad imposible —controlar el tipo de cambio, tener una política monetaria independiente y una cuenta de capitales abierta— sino que enfrentarían un dilema, en el sentido que no podrían tener una política monetaria independiente cuando están financieramente integradas al mundo, independiente del régimen cambiario (Rey, 2013). El tema es empírico, y si bien hay evidencia que el dilema no sería un problema generalizado (Obstfeld, 2014), la experiencia chilena es un buen ejemplo de esto. Desde que en mayo del 2013 la Reserva Federal anunció que retiraría gradualmente el estímulo cuantitativo, las monedas de muchas economías emergentes se han depreciado y sus tasas de interés largas han aumentado, todo esto causado por la salida de inversionistas internacionales de los mercados de renta fija en dichas economías. No obstante, en Chile el tipo de cambio se ha depreciado de manera significativa y las tasas largas de interés han caído a niveles récord, producto de la debilidad económica y la relajación monetaria. Así, ante un estrechamiento de las condiciones financieras internacionales, en Chile se ha podido hacer una política monetaria expansiva que ha resultado, como es esperable y deseable, en una depreciación del peso y una caída de las tasas.

Si bien hay que perfeccionar los marcos de política para preservar la estabilidad de precios y la estabilidad financiera, así como asegurar un adecuado grado de independencia monetaria, debemos reconocer que en la gran mayoría de las economías emergentes, y en particular Chile, las respuestas de las políticas macroeconómicas desde que estalló la crisis han sido muy positivas. Por lo tanto sería útil especificar cuáles son los objetivos y alcances de las nuevas propuestas de política. En particular, qué fallas se pretenden corregir y qué riesgos se desea cubrir. Esto es obvio en las economías avanzadas, no así en las emergentes.

En la actualidad las economías emergentes, y Chile en particular, han enfrentado una desaceleración significativa de la actividad. Pero este no ha sido un problema fundamentalmente de falta de demanda o

de inadecuadas políticas macroeconómicas, sino más bien por razones asociadas a factores internos que han agudizado el ciclo y por un bajo crecimiento de la productividad (De Gregorio, 2015).

Obviamente enfrentamos nuevos desafíos, y no podemos ser complacientes ante nuevos riesgos, en particular para preservar la estabilidad financiera, pero debemos reconocer que los avances en políticas macroeconómicas han sido muy beneficiosos y sobre ellos debemos construir.

REFERENCIAS

- Álvarez, R. y De Gregorio, J. (2014), “Understanding Differences in Growth Performance in Latin America and Developing Countries between the Asian and the Global Financial Crises”, *IMF Economic Review*, Vol. 62, No. 3, pp. 600–633.
- De Gregorio, J. (2006), “Metas de Inflación y el Objetivo de Pleno Empleo”, *Economía Chilena*, Vol. 9, N° 2, pp. 5-13.
- De Gregorio, J. (2014), How Latin American Weathered the Global Financial Crisis, Peterson Institute of International Economics.
- De Gregorio, J. (2015), “From rapid Recovery to Slowdown: Why Recent Economic Growth in Latin America has been slow”, Policy Brief PB15-6, Peterson Institute for International Economics.
- Obstfeld, M. (2014), “Trilemmas and Tradeoffs: Living with Financial Globalization,” mimeo, University of California, Berkeley.
- Rey, H. (2014), “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence,” in *Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy*, 2013 Jackson Hole Symposium Proceedings. Kansas City, MO: Federal Reserve Bank of Kansas City.