

## OPINIÓN

### **EXPECTATIVAS, CREDIBILIDAD E INCONSISTENCIA**

Lecciones de la política antiinflacionaria  
chilena de 1990

**Alejandro Fernández Beros\***

Durante el año 1990 la economía chilena se vio sometida a un severo proceso de ajuste de tasas de interés, cuyo principal objetivo era reducir una inflación creciente. De acuerdo al autor, al margen de ciertos problemas en la aplicación de la política, ésta fue extremadamente lenta en dar resultados y costosa en actividad.

Sin pretender dar una visión completa de todos los aspectos que explican dicha situación, Alejandro Fernández argumenta que las expectativas no eran favorables al momento de aplicarse el programa antiinflacionario y que éste adoleció de una falta de credibilidad y contenido, como asimismo de algunos elementos de inconsistencia.

**A** partir del 5 de enero de 1990, el Banco Central de Chile aceptó la política monetaria contractiva, iniciada el año anterior, con el objeto de reducir las presiones inflacionarias que se estaban manifestando y que parecían incontrolables a las tasas de interés vigentes hasta ese momento.<sup>1</sup>

\* M.A. en Economía, Universidad de Rochester (EE.UU.). Gerente de Estudios de la consultora Gemines.

<sup>1</sup> La decisión de elevar las tasas de interés en 1989 se explica por una fuerte aceleración en el crecimiento del dinero, que se mantuvo por sobre el 50 por ciento anual en los últimos meses de 1988. La acentuación del ajuste, en

El aumento en las tasas de interés fue drástico: el PRBC<sup>2</sup> a 90 días subió de 6,8 a 8,7 por ciento<sup>3</sup> y el PRC<sup>4</sup> de 6,9 a 9,7 por ciento, reapareciendo, además, los PRBC a 180 y 360 días y subiendo las tasas de redescuento en 1,9 punto porcentual en cada uno de los tres tramos existentes.

Lo enérgico del ajuste se percibe no sólo en el aumento absoluto de las tasas de interés, sino también en que fue la quinta alza de tasas dispuesta por el Banco Central en un año. Junto a lo anterior, se dejó de remunerar el encaje que los bancos deben mantener y se hicieron más restrictivas las condiciones en que el sistema financiero puede constituir la reserva técnica.

Como consecuencia de lo anterior, podía parecer razonable que se visualizara la acción del Banco Central como un compromiso total y absoluto con el control de la inflación y que se lograra manejar las alzas de precios con relativa rapidez y, por lo mismo, con un costo bajo en términos de actividad económica.

La realidad es que ello no ha sido así, y, más allá de las dificultades con que se ha enfrentado el manejo de la política monetaria, sobre todo en los primeros meses de 1990, y su manifiesta inconsistencia con la política cambiaria,<sup>5</sup> así como por otros factores puntuales que se manifestaron

enero de 1990, se justificó por un crecimiento de la actividad considerado insostenible, 10 por ciento en 1989, y una expansión de las importaciones, 36 por ciento en el segundo semestre de 1989, que auguraba problemas en las cuentas externas.

<sup>2</sup>El PRBC (Pagaré Reajutable del Banco Central) es uno de los instrumentos de control monetario utilizado por el instituto emisor. Su plazo más frecuente de emisión es 90 días. También se ha emitido a 180 y 360 días, existiendo la posibilidad de extenderlo hasta por cinco años.

<sup>3</sup>Estas son tasas reales de interés. Con la excepción de un instrumento de corto plazo, 30 días, todos los documentos emitidos por el Banco Central se reajustan por la inflación o el tipo de cambio.

<sup>4</sup>El PRCB (pagaré reajutable en cupones), emitido por el Banco Central a 10 años, con un plazo promedio de 5 años y amortizaciones semestrales.

<sup>5</sup>La política cambiaria vigente en Chile desde hace varios años consiste en la fijación de un tipo de cambio de referencia, que se ajusta diariamente de acuerdo a la inflación del mes anterior menos la inflación internacional relevante para el país. En torno a este tipo de cambio de referencia existe una banda de 5 puntos porcentuales, al interior de la cual la paridad de mercado puede fluctuar libremente. El Banco Central se compromete, en la práctica, a vender divisas en el mercado cuando el precio se ubica en el techo de la banda y a comprarlas cuando se coloca en el piso de la misma. Esto último es lo que ha ocurrido desde julio de 1990.

posible en crecimiento, requiere de algo más que mantener una baja tasa de expansión en los medios de pago.<sup>7</sup>

Difícilmente podía esperarse que la acentuación del ajuste en enero de 1990, pese a su severidad, constituyese una estrategia antiinflacionaria creíble para los agentes económicos. En primer lugar, poca gente en ese momento, y no demasiada ahora, acepta el argumento de la independencia del Banco Central,<sup>8</sup> principalmente porque fue muy criticada y cuestionada en el período de su gestación. En segundo lugar, el cambio de gobierno, en el mes de marzo,<sup>9</sup> generó expectativas que, independientemente de que fuesen correctas o incorrectas, llevaban a pensar que se producirían fuertes presiones sociales, un aumento deficitario en el gasto público e intentos de modificar la política monetaria si es que ésta comenzaba a afectar el nivel de actividad y el empleo.

Lo anterior simplemente refleja que las expectativas que los agentes económicos tenían respecto de la mantención de la política monetaria por el tiempo suficiente para que fuese exitosa (o sea la credibilidad de la política monetaria) eran negativas. La política del Banco Central no era, en consecuencia, creíble para el público.

Esta falta de credibilidad se sustentó, además de lo planteado antes, en declaraciones poco afortunadas de las autoridades económicas, ya sea en un sentido que menoscababa la independencia del Banco Central, ya sea en uno que daba a entender que no se estaba dispuesto a asumir un costo importante en actividad para frenar la inflación (el ajuste será breve, la economía se recuperará en el último trimestre, etc.) y en la carencia de una reputación de seriedad en el control antiinflacionario, producto de la tradición de Chile en esta materia.

La falta de una reputación adecuada incrementa los costos de frenar la inflación mientras ésta se construye, lo cual ha sido logrado, al menos en alguna medida, por el Banco Central en el curso del año pasado, gracias a

<sup>7</sup> Naturalmente, si una baja tasa de crecimiento en los medios de pago se mantiene por tiempo suficiente, logrará el objetivo antiinflacionario, pero el costo en actividad asociado puede ser políticamente insostenible.

<sup>8</sup> La nueva legislación que regula el funcionamiento del Banco Central y consagra su independencia de la autoridad política entró en vigencia el 9 de diciembre de 1989.

<sup>9</sup> Después de 16 años de gobierno militar, se realizaron elecciones en diciembre de 1989 y un nuevo gobierno democrático asumió el 11 de marzo de 1990.

que la firmeza demostrada en la persecución de su objetivo ha sido mayor a la anticipada.

## 2. Consistencia de la política monetaria

Todo lo que se ha discutido hasta aquí probablemente es muy poco controversial, pero podría argumentarse que al margen de los problemas de expectativas y de falta de credibilidad y reputación de las autoridades monetarias y económicas, la falla fundamental que explica las dificultades en el control de la inflación se encuentra en la incapacidad que mostró el Banco Central para frenar el crecimiento de la emisión, lo que a su vez se explica por la incompatibilidad entre la política monetaria y la cambiaria.<sup>10</sup> Esto se tradujo en que la política monetaria, en esencia, sólo esterilizó las operaciones de cambio producidas, al aumentar las reservas, por el intento del instituto emisor de mantener, simultáneamente, una baja expansión en los medios de pago y un tipo de cambio estable.

Suscribiendo plenamente este análisis, quisiera referirme a Otra inconsistencia, más sutil si se quiere, pero que puede ser más importante en determinar la inflación y su variabilidad en el mediano plazo.

### 2.1. La experiencia histórica

La evidencia de los episodios hiperinflacionarios posteriores a la Primera Guerra Mundial, aunque refleja situaciones extremas, es muy útil en la comprensión de los factores que permiten frenar bruscamente el alza en los precios sin efectos perceptibles en el nivel de actividad.<sup>11</sup> Esta evidencia

<sup>10</sup> Esta incompatibilidad reside en que la autoridad monetaria se propuso controlar simultáneamente las tasas de interés y el tipo de cambio. Esto tuvo como consecuencia la mantención de tasas de interés muy superiores a las internacionales, lo que, acentuado por la política de reajustabilidad del dólar acuerdo, produjo un importante flujo de capitales desde el exterior, un aumento en las reservas internacionales del Banco Central y una fuerte expansión en la emisión por este concepto.

<sup>11</sup> Thomas J. Sargent, "The Ends of Four Big Inflations", en R. E. Hall, ed. *Inflation* (Chicago: NBER, University of Chicago Press, 1983).

es relevante no sólo en sí misma, sino porque se ha demostrado que es aplicable a casos menos dramáticos de inflación.<sup>12</sup>

Los factores claves que explican el éxito de los programas antiinflacionarios en Austria, Hungría, Alemania y Polonia, y la ausencia de este problema en Checoslovaquia, son los siguientes:

- Establecimiento de un Banco Central independiente no autorizado para prestarle recursos al Fisco o para hacerlo en montos limitados respaldados en oro.
- Eliminación rápida del déficit fiscal aumentando impuestos y disminuyendo gastos.
- Respaldo de la emisión del Banco Central en proporción a las reservas de oro y divisas.
- Compromiso de restablecer la libre convertibilidad de la moneda.

Tal vez con la excepción del último punto, los otros son bastante obvios y conocidos. El restablecimiento de la convertibilidad de la moneda es un factor fundamental de confianza en que las autoridades cumplirán los compromisos asumidos.

Una razón básica para establecer controles de cambios es incrementar los costos de un ataque especulativo contra la moneda doméstica, manteniendo así la capacidad de extraer el señoreaje que permite el monopolio de la creación de dinero. Si se eliminan los controles de cambios, cualquiera tentación de restablecer políticas irresponsables genera una sustitución masiva de la moneda doméstica por oro o divisas, por lo que constituye una cierta garantía de conducta responsable por parte de la autoridad.

## 2.2. El caso chileno

Si bien la legislación establece que el Banco Central es independiente de la autoridad política y que no puede financiar los déficit del Fisco, las críticas que se produjeron y, en definitiva, la falta de consenso sobre el

<sup>12</sup> Thomas J. Sargent, "Stopping Moderate Inflation: the Methods of Poincaré and Thatcher", reimpresso en T. J. Sargent, *Rational Expectations and Inflation* (Nueva York: Harper and Row, 1986).

tema, mantienen al Banco Central en una posición menos sólida a lo deseable, desde el punto de vista de la credibilidad que sus políticas generan.

Además, está el problema de los controles de cambios que condenan *a priori* a la moneda local a tener un *status* inferior al de otros medios de pago, puesto que su existencia asume implícitamente que de no existir estos controles se produciría una dolarización de la economía, lo cual, obviamente, crea una situación poco clara.

Sin embargo, lo más importante en la situación actual de la política monetaria es que el propio Banco Central mantiene un déficit de caja cercano al 1 por ciento del PGB, y no le está vedado legalmente financiar dicho déficit con emisión.

El incremento en el déficit por la acumulación de reserva, que tienen como contrapartida un aumento en los pasivos del instituto emisor, cuyo costo es más alto que el ingreso que generan las reservas, aumenta la necesidad de emisión o, al menos, la probabilidad de que ello ocurra. De esta manera, es la propia situación del Banco Central la que conspira contra el logro de la estabilidad de precios.

Así, el logro de la coherencia total del programa monetario y de la estabilidad de precios, pasa por la eliminación de los controles de cambios la eliminación del desequilibrio en el tipo de cambio (si éste persistiera) y la prohibición al Banco Central de financiar su déficit o, en términos más generales, de emitir sin respaldo en divisas.

Si bien esto puede plantear algún tipo de problemas al instituto emisor respecto de su capacidad de financiar sus pasivos, la opción que parece más sana es que el Banco Central cese de emitir pasivos y le traspase su deuda a la Tesorería, la que debería financiarla con títulos de largo plazo (20 años, por ejemplo). Una solución intermedia es que el Banco Central deje de emitir papeles y que la Tesorería se haga cargo de financiar el déficit de caja, estimado en US\$ 500 millones para 1991, vendiendo instrumentos de largo plazo.

### 3. Conclusiones

En este trabajo se ha evaluado el desempeño de la política monetaria seguida por el Banco Central en 1990. Entre las razones que explican el mal desempeño de la política, se encuentran factores que, en buena medida, son ajenos al control o manipulación de la autoridad y que corresponden al rol de las expectativas de los agentes económicos y la credibilidad de la política.

Además, la política implementada adoleció de un problema de incompatibilidad y puede afirmarse que su diseño fue incompleto. Ambos temas se han tratado separadamente para simplificar el análisis, pero están relacionados con la credibilidad de la estrategia e influyen sobre las expectativas del público.

La incompatibilidad de la política monetaria se refiere al intento de obtener simultáneamente dos objetivos: control de la expansión del dinero y estabilidad del tipo de cambio real. El éxito parcial en el segundo objetivo se tradujo en un incremento espectacular en las reservas internacionales, cuya monetización debió ser esterilizada por las operaciones de crédito interno, limitando la efectividad del aumento en las tasas de interés para contraer la masa monetaria.

Por último, y de acuerdo a la evidencia histórica existente, la eliminación de la inflación, con el menor costo posible en actividad, requiere no sólo mantener una baja tasa de crecimiento en el dinero, sino también consistencia con otras variables (el financiamiento vía deuda del déficit fiscal debe ser transitorio y con perspectivas ciertas de que será eliminado), dar confianza (el Banco Central debe ser independiente y la moneda debe ser convertible) y ser ampliamente aceptada.

Si bien algunas de estas condiciones se cumplen en el caso chileno, por ejemplo, la independencia del Banco Central y la imposibilidad de que éste financie el déficit fiscal, falta (o al menos así sucedió al comienzo) una amplia aceptación de la independencia del instituto emisor, pero, sobre todo, que es el propio Banco Central el que tiene un déficit potencialmente financiable con emisión<sup>13</sup> y la persistencia de los controles de cambios, los que reducen la credibilidad de la política y hacen dudar de su mantención en el mediano plazo.

Como solución se plantea, aparte de la obvia eliminación de los controles cambiados, que se establezca en la ley del Banco Central la prohibición de emitir sin respaldo de divisas y que el actual déficit de caja sea asumido por la Tesorería, la que tendría que emitir, en el corto plazo, deuda a 20 años y optar por una reducción del gasto público en el futuro.

La situación patrimonial del Banco Central es bastante precaria, la que se originó en el rescate de las instituciones financieras y empresas durante la crisis de 1982-83. Asimismo, el flujo de caja del instituto emisor está fuertemente desbalanceado por el elevado costo de financiamiento de sus pasivos y el bajo rendimiento de sus activos. De mantenerse estas tendencias, la posibilidad de tener que recurrir a la emisión para cumplir sus obligaciones aumentará en los próximos años, a menos que haya un intento serio de capitalizarlo.

### Referencias bibliográficas

- Backus, David y Driffill, John "Inflation and Reputation", *The American Economic Review*, 75 (junio 1985).
- Banco Central de Chile, *Informe Económico y Financiero*.
- Banco Central de Chile, "Estados de Situación Mensual", publicados en el *Diario Oficial*.
- Sargent, Thomas J. "The Ends of Four Big Inflations", en R. E. Hall, ed., *Inflation*, Chicago: NBER, University of Chicago Press, 1983.
- Sargent, Thomas J. "Stopping Moderate Inflation: The Methods of Poincaré and Thatcher", reimpresso en T. J. Sargent, *Rational Expectations and Inflation*, Nueva York: Harper & Row, 1986.
- Sargent, Thomas J. y Wallace, Neil "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5, (otoño, 1981). □