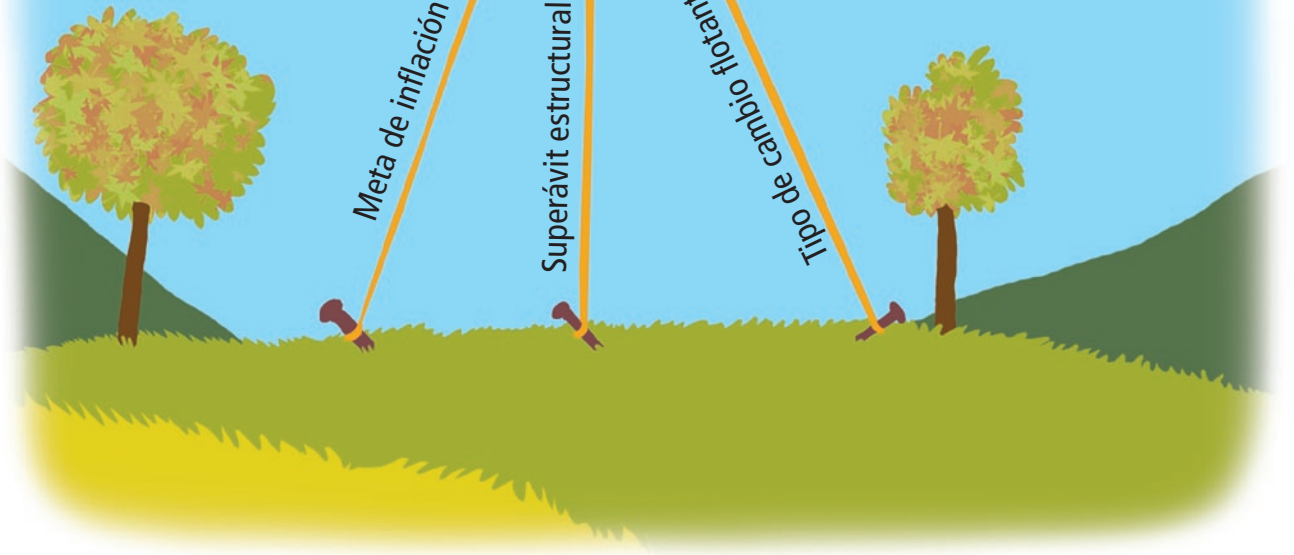




Meta de inflación

Superávit estructural

Tipo de cambio flotante



CAPÍTULO XII

La política antiinflacionaria chilena en la práctica

No es posible, en este libro, describir todas las opciones de política antiinflacionaria, por lo que nos limitaremos a comentar una opción que ha tenido un gran éxito: la política antiinflacionaria de Chile entre 1991 y 2004.

A. El enfoque gradual y la meta de inflación

Hacia 1990-1991, la inflación chilena tenía un ritmo similar al del promedio de los 70 años anteriores, de alrededor de 30% por año. El Banco Central acababa de ser declarado independiente, y las nuevas autoridades diseñaron un programa de trabajo dirigido a terminar con la inflación sin perjudicar el crecimiento de la economía. Dado que muchos precios y salarios estaban indizados, se consideró que intentar una detención brusca de la inflación tendría un alto costo en términos de empleo ya que el aumento de los salarios, y de otros precios en el año 1991 estaba determinado por la inflación de 1990. En otras palabras, la tasa de crecimiento de los precios en el año 1991 estaba en parte determinada por lo ocurrido en el año anterior. Se prefirió entonces adoptar un enfoque muy gradual, de lenta reducción de la inflación en el tiempo.

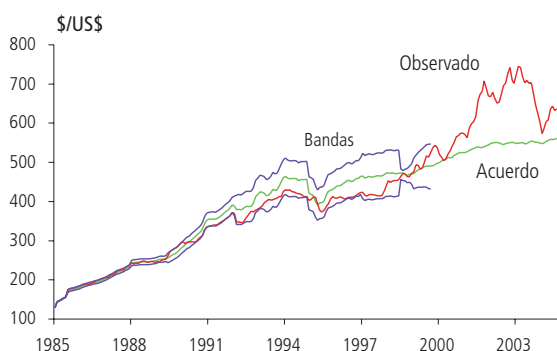
Pero, además, se consideró necesario hacer un compromiso público de que se buscaría reducir la inflación, para lo cual se anunció públicamente, en setiembre de 1991, lo que sería la meta de inflación del Banco Central para diciembre de 1992. Esto se continuó haciendo año a año hasta septiembre de 1999, sobre la base de proyecciones de tasa de inflación para el año siguiente. Gradualmente aumentó la confianza pública y la credibilidad de la meta, llegando esta a convertirse en el ancla de la política antiinflacionaria.

B. La política cambiaria

En cuanto a la política cambiaria, en el año 1985 se puso en práctica un esquema de bandas móviles. Cuando el precio del dólar excedía el límite superior (techo) de la banda, el Banco Central vendía dólares en el mercado. Cuando estaba por debajo del límite inferior (piso) de la banda, el Banco compraba dólares en el mercado. Ambas bandas no estaban fijas, sino que se elevaban gradualmente, mientras se reducían con lentitud las restricciones cambiarias que habían sido puestas en práctica en 1982, al comienzo de la crisis que se inició ese año.

La idea tras de esto era evitar variaciones bruscas del “tipo de cambio real”, que no es sino el tipo de cambio del mercado depurado de los efectos de la inflación interna, la externa y la productividad, buscando así reflejar la capacidad competitiva de la economía chilena. Un aumento de los precios en el país reduce su capacidad competitiva si el “tipo de cambio nominal” se mantiene constante; en cambio, un aumento de los precios en los demás países del mundo con los que comercia el país mejora dicha capacidad, ya que aumenta los costos de los competidores externos. Por su parte, un aumento de la productividad en Chile aumentará la capacidad competitiva nacional, ya que implica una reducción de los costos internos de producción, mientras que un alza de la productividad en los otros países con los que comerciamos produce el efecto contrario. Por esto, las bandas se ajustaban según el movimiento de la inflación interna menos la inflación externa y menos una estimación del crecimiento de la productividad. Lo que ocurría en realidad era que se ajustaba el centro de la banda, llamado dólar acuerdo. Como la inflación interna era todavía bastante más alta que la de los países con los que Chile comerciaba, y los límites de las bandas estaban definidos a partir del dólar acuerdo, esto resultaba en un crecimiento permanente de ambos límites.

GRÁFICO 15
Bandas y tipo de cambio observado



Lo señalado, se describe en el gráfico 15. En varias ocasiones, el tipo de cambio observado llegó hasta tocar los límites de la banda hacia abajo o hacia arriba, obligando al Banco Central a comprar o vender divisas. En ocasiones, el Banco revisó los límites de las bandas para evitar comprar o vender demasiado en el mercado, reconociendo así las tendencias imperantes en la economía. También el Banco revisó la forma de calcular el dólar acuerdo, buscando reflejar las tendencias del mercado.

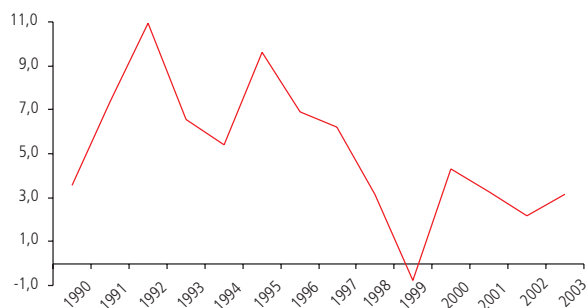
C. La política fiscal, la política monetaria y la crisis asiática

La política fiscal hizo una importante contribución a la política antiinflacionaria durante la mayor parte del período. El presupuesto público tuvo superávit constantemente hasta 1997 y, aunque el gasto público creció en ese lapso, ese crecimiento estaba financiado con impuestos cobrados al sector privado. A pesar de esto, hay quienes sostienen que el crecimiento del gasto público real (descontada la inflación) en este período, que llegó a 6,1% en promedio anual, tuvo responsabilidad en la lentitud con que se logró reducir la inflación. Ya en 1999 el fisco presentó un déficit en sus cuentas, que continuó hasta 2003. Primero, el déficit se financió recurriendo a los recursos acumulados gracias a los superávits anteriores, pero luego el fisco de Chile vendió bonos en el exterior, y también en el país, para financiarlo.

Estos déficit coincidieron con una situación interna de poco crecimiento y de aumento del desempleo generada por una crisis que se inició en Asia, y que luego se extendió a otros países, lo que originó una disminución de la demanda de productos chilenos en el exterior y una caída de sus precios. El Producto Interno Bruto real, que venía creciendo a tasas anuales de 7%, redujo drásticamente su crecimiento e incluso cayó levemente durante 1999, para volver luego a crecer, pero más lentamente, en los años siguientes (gráfico 16).

GRÁFICO 16

Tasa de crecimiento del PIB real (1990-2003)



Durante 1998-1999, el Banco Central enfrentó una fuerte demanda de dólares y gran presión sobre su precio más allá de los límites de la banda. El Banco respondió, primero, vendiendo dólares de sus reservas pero, como estas se reducían con rapidez, resolvió elevar la tasa de interés de corto plazo y limitar con ello la expansión del gasto privado, que crecía a tasas de más de 14% anual. El efecto deseado se logró rápidamente. Los aumentos en la tasa de interés realizados en septiembre de 1998 tuvieron un fuerte impacto en el gasto privado, que compensaron sobradamente el crecimiento del gasto público generándose una reducción, aunque temporal, en el gasto global de la economía. En vista de esto, el Banco Central inició en el cuarto trimestre de 1999 una política de reducción de su tasa de interés la que, a mediados de 2004, tenía un nivel históricamente bajo (1,75% anual).

La crisis asiática se extendió a muchos países, en varios de los cuales alcanzó mayor gravedad que en Chile. En Indonesia, Malasia y Tailandia el PIB cayó fuertemente en 1998, y también en Argentina, en 1999 y 2000 (cuadro 6).

CUADRO 6

Asia y América Latina: Crecimiento real del producto interno bruto

	1998	1999	2000
Asia total	2,0	4,9	6,0
Indonesia	-13,1	0,8	4,9
Malasia	-7,4	6,1	8,6
Tailandia	-10,5	4,4	4,8
América Latina	2,1	-0,2	4,0
América Latina excl. Chile	2,0	-0,1	3,9
Argentina	3,8	-3,4	-0,8
Chile	3,2	-0,8	4,5

D. El perfeccionamiento de la política antiinflacionaria

El impacto de la crisis asiática puso en evidencia ciertas debilidades de la política antiinflacionaria en vigor. En primer lugar, fue obvio que la política de bandas cambiarias había ya completado su período de "vida útil", es decir, que no servía para enfrentar el tipo de fluctuaciones a que estaba expuesta la economía chilena en una economía mundial más abierta a las transacciones comerciales y financieras. Pero modificar el sistema cambiario tenía riesgos, ya que tal modificación podría transmitir una señal equivocada de crisis, tal como había ocurrido en otros momentos en la historia de Chile. Por ese motivo, lo primero que hizo el Banco Central fue anunciar un programa de gradual ampliación de las bandas, con el objetivo de facilitar la adaptación de la economía a una situación de mayores fluctuaciones cambiarias.

Paralelamente, el Banco Central y la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras emitieron instrucciones a los bancos para que estos cuidaran de no exponerse demasiado a tales fluctuaciones y para que ellos, en su política de créditos a sus clientes, tomaran en cuenta el eventual riesgo de estos frente a variaciones cambiarias. También se autorizó a los bancos para realizar operaciones que les permitiesen cubrirse de tales riesgos. Por ejemplo, si un banco compra dólares al precio de hoy, puede hacer ventas equivalentes fijando el precio hoy, pero entregando esos dólares más adelante al precio ya establecido.

Luego, el Banco esperó hasta que la situación del mercado de divisas fuese completamente normal y anunció, en setiembre de 1999, la puesta en práctica de una política de libre flotación cambiaria, con intervenciones muy ocasionales del Banco Central comprando o vendiendo divisas solo en circunstancias excepcionales que apartaran fuertemente su precio de los niveles de equilibrio de largo plazo. La libre flotación cambiaria hacía innecesarios los controles o restricciones, que limitaban la compra o venta de divisas, por lo que se eliminaron.

En segundo lugar, el Banco Central revisó su política de tasas de interés. Debido a la indización generalizada existente a comienzos de los años 90, el Banco había comenzado a aplicar entonces una tasa de interés calculada por encima de la variación de la UF, llamada tasa de interés real, lo que inducía a los bancos a establecer sus tasas de interés en la misma forma, permitiendo a los agentes conocer, cualquiera que fuese la tasa de inflación esperada, la tasa de interés que se aplicaría sobre sus créditos o depósitos indizados a la UF. Sin embargo, a medida que se reducía la inflación, esa forma de fijar la tasa de interés introducía rigidez en la política monetaria. La tasa mínima de interés sobre la UF, tanto por razones legales como operacionales, no podía ser inferior a cero; si lo fuese, un banco tendría que cobrar, en vez de pagar un interés, a quien le hiciese un depósito a plazo. La tasa nominal de interés, o tasa sin ajustar por la variación de la UF, tenía entonces como mínimo la propia variación de la UF.

Por ejemplo, si la tasa de interés real era de 1% anual, y la UF subía 3% en 12 meses, la tasa nominal sería 4% anual (aproximadamente). El Banco Central no podía bajar la tasa nominal por debajo de 3%, ya que ello habría requerido fijar una tasa real inferior a cero para que se restara del crecimiento de la UF.

Por lo demás, un sistema cambiario de flotación es compatible con una tasa de interés no vinculada a la UF, ya que el tipo de cambio y sus variaciones tampoco lo están.

Por estas razones, el Banco Central abandonó la política de fijar su tasa de interés por encima de la variación de la UF y la estableció simplemente en términos nominales, es decir, como una tasa aplicable sobre los valores nominales de depósitos o préstamos. Esto generó, durante algún tiempo, un gran debate, que terminó cuando la tasa de interés llegó a ser menor que la tasa de variación de la UF. Esta política se denominó “la nominalización de la tasa de interés”.

En tercer lugar, la evidencia había mostrado que las metas anuales de inflación, si bien habían sido muy útiles para lograr una reducción gradual de la tasa de aumento de los precios, no prestaban la misma utilidad cuando ya dicha reducción se había logrado. En efecto, en 1999 se logró una tasa de inflación ligeramente superior a 2%, similar a la de países más desarrollados, pero la fijación anual de una meta de inflación generaba incertidumbre acerca de las futuras intenciones de la autoridad al respecto. Por esto, el Banco Central modificó su política de fijar metas anuales y anunció, desde el año 2000 en adelante, una meta permanente de inflación centrada en 3%, al interior de un rango de entre 2% y 4% que evitara una política demasiado activista con la tasa de interés. Si el Banco observa que es probable que la inflación exceda los límites señalados, entonces actúa subiendo o bajando su tasa de interés de muy corto plazo, según corresponda. Esto permite que la política monetaria actúe contracíclicamente, haciéndose más expansiva (bajando la tasa de interés) cuando la economía está más débil y el producto efectivo está por debajo del potencial, y menos expansiva, o restrictiva, cuando la economía está más fuerte (elevando la tasa de interés) y el producto efectivo está por encima del potencial. La TPM es el instrumento que utiliza el Banco Central.

Esto facilita también la formación de expectativas de los agentes, ya que la meta de inflación es permanente y no está sujeta a decisiones anuales.



Junto con revisar la manera de formular la meta, el Banco incrementó la transparencia de sus decisiones. Como la evidencia mostraba que la tasa de interés solo actuaba con retraso sobre la tasa de inflación, y este retraso podía llegar hasta dos años, el Banco Central decidió publicar sus proyecciones de inflación hasta dos años más adelante, proyecciones que son la base para sus decisiones. Pero, además, el Banco decidió publicar su análisis al respecto, incluyendo una evaluación de los riesgos que enfrenta la economía y que pueden reflejarse en posibles errores de proyección. Esto se hizo mediante la publicación de un informe cada cuatro meses al Senado y al país, en los meses de enero, mayo y setiembre: este es el *Informe de Política Monetaria* del Banco Central (*IPoM*), que contiene el análisis hecho por el Consejo del Banco, los supuestos en los que basa dicho análisis y las proyecciones y riesgos que el país enfrenta y su probable efecto sobre las proyecciones presentadas. Esta publicación constituyó un gran avance en la transparencia del Banco Central y contribuyó a elevar su credibilidad y mejorar la información de que disponen los agentes para tomar sus decisiones.

Por su parte, la política fiscal también fue revisada para darle un carácter anticíclico más vigoroso. En el año 2000, el Ministerio de Hacienda anunció que la política fiscal buscaría obtener un superávit estructural de 1% del PIB. Como ya se ha explicado, esto permite al fisco dar mayor sustento a la economía cuando muestra síntomas de debilidad —en tal caso, tienden a disminuir los ingresos fiscales mientras que los gastos no disminuyen— contribuyendo así a evitar caídas exageradas en el gasto total. En cambio, cuando la economía está en sus buenos momentos, crecen los ingresos por encima del gasto fiscal, pero el exceso de ingresos no se gasta, restando estímulo a la actividad económica. Esta forma de conducta fiscal constituye un gran apoyo a la política antiinflacionaria.

De este modo, la política antiinflacionaria chilena se apoya en tres pilares fundamentales: una meta permanente de inflación, un sistema de libre flotación cambiaria y una política fiscal que persigue un superávit estructural de 1% del PIB. Estos tres pilares se fortalecen recíprocamente: la flotación cambiaria permite un mayor margen de maniobra con la tasa de interés, ya que el tipo de cambio es el principal amortiguador de variaciones en las condiciones de comercio exterior y movimiento de capitales; la tasa de interés puede usarse así con mayor libertad por parte del Banco Central, y la política fiscal ayuda, y no dificulta, la estabilización del PIB y del gasto global. La tasa de interés nominal se utiliza por parte del Banco Central como instrumento, y la meta de inflación constituye el ancla de las variaciones de precios en la economía.

Política antiinflacionaria

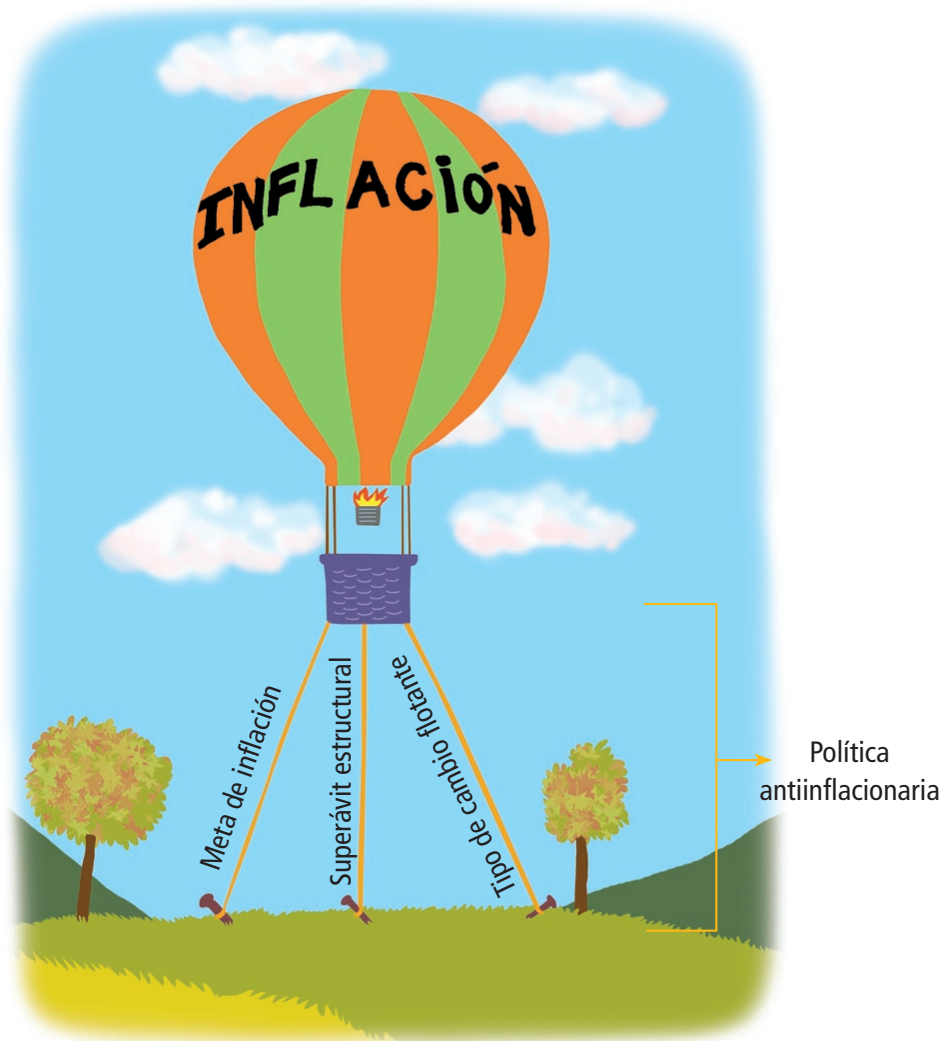
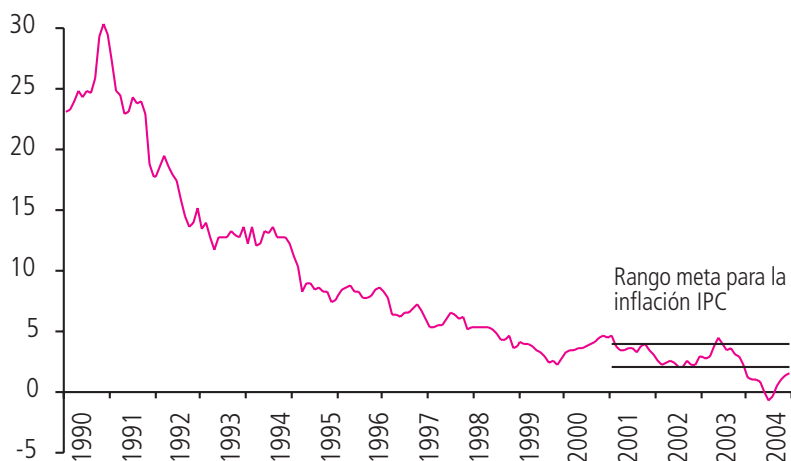


GRÁFICO 17

Tasa de inflación efectiva y metas de inflación (1990-2004)



El gráfico 17 muestra el éxito de la política antiinflacionaria chilena. La tasa de inflación se ha reducido desde casi 30% en 1990 a cifras cercanas a 2% en 2003, manteniéndose permanentemente muy cerca de la meta. Con ello, se abrió un espacio para que el Banco Central redujera su tasa de interés de política monetaria. Ya en el capítulo anterior se hablaba de la tasa de política monetaria, la que, a mediados de 2004, registraba niveles históricamente bajos (1,75%).

Así, el Banco Central de Chile ha hecho una enorme contribución al crecimiento y a una mejor distribución de los ingresos en el país: la inflación, importante freno al crecimiento y fuente de muchas injusticias, está ahora derrotada. Sin embargo, se requiere una permanente vigilancia para evitar que rebrote, ya que esto podría llevar de nuevo al país a una situación de inflación alta y prolongada, como la del siglo XX.

Esto no quiere decir que la política antiinflacionaria actual sea inamovible. Si cambiasen las circunstancias actuales de gran desarrollo de los mercados financieros y fáciles movimientos de divisas entre países, por ejemplo, podría ser necesario implementar regímenes cambiarios menos flexibles que el actual, ya que el tipo de cambio enfrentaría menor presión en una dirección u otra; o si se redujese drásticamente el tamaño del Estado ya no sería tan importante la conducta anticíclica de sus gastos e ingresos. Pero mientras no se produzcan cambios importantes en las circunstancias señaladas, parece apropiado continuar con la línea general de la política antiinflacionaria en vigor.

Palabras claves

Enfoque gradual

Meta de inflación

Esquema de bandas móviles

Tipo de cambio real

Dólar acuerdo

Tasa de interés nominal

IPoM

Pilares de la política antiinflacionaria