

¿Quién decide?, el Banco Central de Chile o la Reserva Federal.

Por Carlos J. García, PhD UCLA
Académico FEN UAH. Observatorio de Ética y Finanzas UAH



Oe

Uno de los pilares económicos del modelo chileno es la supuesta independencia de su Banco Central. Con su edificio en forma de caja fuerte, el Banco Central asegura a los chilenos que la política monetaria será autónoma a las presiones políticas y que implementará las políticas necesarias para mantener acotadas las presiones inflacionarias. Sin embargo, esta autonomía estaría en entre dicho por un fenómeno global que está marcando el desarrollo económico y financiero de muchos países después de la crisis internacional en 2008: Estados Unidos implementó una política monetaria agresiva (QE) que cuadruplicó la oferta de dólares en el mundo, es decir, pasó de 1 trillón a 4,5 trillones. En otras palabras, la liquidez internacional, de la cual también dependen los bancos chilenos, es en un 60% es controlada sin contrapeso por la FED, el Banco Central de ese país. En este contexto, ¿puede un banco de una pequeña economía emergente controlar la liquidez en el sistema bancario nacional y lograr sus objetivos en términos de inflación?

El control de la inflación en Chile no es un objetivo menor, ya que años atrás sufrió una inflación endémica e incluso períodos de hiperinflación. En este sentido, Chile no es diferente a otros países: los traumas del pasado muchas veces han determinado la forma en que las actuales instituciones plantean ciertas políticas económicas. El desempleo para Estados Unidos es una variable importante después de vivir las consecuencias desastrosas de la gran depresión de 1929 y para Alemania es la inflación luego de experimentar la hiperinflación de 1923 que finalmente llevó al nazismo al poder. En Chile el colapso económico en el gobierno de la Unidad Popular llevó entre otras cosas a una inflación por sobre los tres dígitos, y terminó siendo uno de los antecedentes importantes del golpe militar de septiembre de 1973.

Repasemos primero la legalidad reciente de nuestro Banco Central. Después de varios experimentos fallidos para reducir la inflación el 10 de octubre de 1989, se promulgó la ley orgánica del Banco Central de Chile (BCCCh) en la que se establece que

“El Banco Central de Chile es un organismo autónomo, de rango constitucional, de carácter técnico, con personalidad jurídica, patrimonio propio y duración indefinida”. El objetivo de esta independencia es velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Como se aprecia, los objetivos que establece la ley son claros, aunque -como explicaremos más adelante- los desarrollos económicos han sobrepasado por lejos esta supuesta independencia monetaria.

Es así como el BCCCh para hacer valer su autonomía implementó paulatinamente y con algunos tropiezos una política de metas de inflación en conjunto con un sistema de tipo de cambio flexible o sistema cambiario flexible. Ambos elementos, en teoría, aseguran la independencia de la política monetaria respecto de otros países. Con esta ley, el BCCCh podía en forma tranquila reducir la inflación chilena entorno a un 3% en un horizonte de dos años. En algún sentido, esta forma de enfrentar la estabilización económica, descansa en el supuesto que los mercados financieros internacionales y nacionales funcionan eficientemente a través de las fluctuaciones del tipo de cambio (el precio relativo entre el peso y el dólar). En otras palabras, las fluctuaciones de este precio: depreciaciones cuando sube y apreciaciones cuando cae, aislarían a la economía chilena de los shocks externos o cambios en la política monetaria de otros países.

Supongamos que la Reserva Federal de los Estados Unidos decide elevar la tasa de interés (Fed Funds Rate) por un aumento de la actividad en ese país, escenario que además se ha ido materializando en los últimos trimestres. Este movimiento debería producir algunos efectos en la economía chilena. Primero, el aumento de la Fed Funds Rate pone incentivos para que salgan capitales financieros desde Chile hacia los Estados Unidos, por lo que la plaza financiera norteamericana se hace más atractiva que el sistema financiero nacional. La salida de capitales, es equivalente a una menor oferta de dólares en Chile, produciendo una depreciación del peso chileno. Al ser Chile es una economía

pequeña y abierta al comercio internacional, la depreciación del peso tiene evidentes efectos inflacionarios, esto porque todos los productos importados que llegan, después de la depreciación, lo harán a un costo más alto. La reacción natural del BCCCh sería elevar también su tasa de política monetaria (TPM) para contrarrestar la depreciación y así frenar las presiones inflacionarias.

Segundo, el aumento de la actividad de los Estados Unidos también es un estímulo para las exportaciones chilenas ya que asegura una mayor entrada de dólares al país. Lo que va claramente en la dirección contraria del primer efecto señalado. La mayor entrada de dólares, es equivalente a un aumento de la oferta de dólares y con ello presiona por una apreciación del peso chileno. En resumen, es posible que el peso chileno finalmente no sufra cambios y con ello desaparezcan las presiones inflacionarias antes mencionadas. En este escenario, la política monetaria del BCCCh no necesita ser alterada, aunque la FED si lo haya hecho. En este sentido un esquema de metas de inflación con un tipo de cambio flexible asegura en teoría la independencia de la política monetaria del BCCCh.

Sin embargo, la intromisión de la FED en el manejo de la liquidez internacional lo cambia todo.

Si la FED decide reducir la liquidez, es decir, subir la Fed Funds Rate, produce un efecto dominó sobre resto del mundo. Primero, los grandes bancos americanos sufren de la menor liquidez. Segundo, los bancos nacionales ven restringido su financiamiento externo, y con ello, la oferta de dólares en la economía chilena se contrae definitivamente. Tercero, el resultado es que definitivamente gana la depreciación del peso chileno (el primer efecto mencionado más arriba), y con esto surgen las presiones inflacionarias. Cuarto, el BCCCh, por sus objetivos definidos en la ley orgánica de controlar la inflación, debe tratar de evitar la depreciación elevando también la tasa de política monetaria (TPM). Como en un acto mágico: se esfuma la independencia y el BCCCh



termina haciendo lo mismo que la FED.

Las consecuencias de esta pérdida de independencia en la actual coyuntura son de primer orden. Si el ciclo económico de los Estados Unidos mejora, pero no ocurre lo mismo con la economía chilena, se producirá un evento paradójico. El BCCCh en vez de impulsar a la economía nacional la estará contrayendo, porque deberá aumentar la tasa de interés de política monetaria. En otras palabras, para frenar el brote inflacionario por la potencial depreciación de peso, el BCCCh deberá infringir un shock contractivo a la economía reduciendo la liquidez de los bancos nacionales, así estos sufrirían una doble contracción de su financiamiento: por parte de la FED y luego por parte del BCCCh. Obviamente, pésimas noticias para el incierto escenario actual de la economía chilena.

A nivel más microeconómico, en dicho ambiente, las pequeñas empresas y las personas se volverían más riesgosos para los bancos. Por lo tanto, es posible que deban soportar aún tasas de interés mayores que las grandes empresas. Sectores como el micro crédito se verían fuertemente afectados y con ellos un sin número de proyectos e emprendimientos familiares. Recordemos que una vez que una pequeña empresa intensiva en mano de obra, sale del sistema financiero formal, cuesta años en que se recuperen las confianzas y el historial comercial para acceder a nuevos créditos. En definitiva, se podrían esperar efectos muy persistentes sobre el desempleo, es decir, pagaríamos un gran costo por mantener controlada la inflación.

Finalmente, en este nuevo escenario internacional es necesario pensar en nuevas políticas, que incluso el propio FMI está promoviendo y que Chile ya tuvo en el pasado: implementación de controles en los flujos de capitales internacionales para restablecer el control monetario del Banco Central y evitar los costos en desempleo antes mencionado. Sobre todo, en el actual escenario en que la política fiscal está restringida por los bajos precios del cobre que frenan la acumulación de deuda pública. ■

