



UNIVERSIDAD TECNICA  
FEDERICO SANTA MARIA

DEPARTAMENTO  
DE INGENIERÍA  
COMERCIAL

## Proyecto de título

“Diseño institucional del Banco Central de Chile:  
Autonomía, Objetivos y Gobernanza de la institución”

Ignacio Andrés Rubio Tapia

## Tabla de contenido

1.	RESUMEN EJECUTIVO .....	4
2.	PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN.....	6
3.	OBJETIVOS .....	10
3.1	OBJETIVO GENERAL .....	10
3.2	OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	10
4.	ANTECEDENTES.....	10
4.1	CONSTITUCIONALISMO ECONÓMICO .....	10
4.2	ACTUAL CONSTITUCIÓN Y LEY ORGÁNICA CONSTITUCIONAL .....	11
4.3	HISTORIA MONETARIA Y BANCO CENTRAL EN CHILE .....	13
4.4	FUNCIONAMIENTO DEL BCCH DESDE LA LOC.....	18
4.5	ALGUNOS BANCOS CENTRALES EN EL MUNDO.....	23
4.6	DISCUSIÓN ECONÓMICA RECIENTE EN TORNO AL BCCH .....	24
4.7	DISCUSIONES INTERNACIONALES RECIENTES .....	28
5.	MARCO TEÓRICO.....	29
5.1	INFLACIÓN: CAUSAS Y EFECTOS .....	29
5.2	TEORÍA MONETARIA.....	31
5.3	AUTONOMÍA; ESTUDIOS ASOCIADOS .....	39
5.4	METAS DE INFLACIÓN .....	42
5.5	MEDICIÓN DE LA AUTONOMÍA.....	43
6.	METODOLOGÍA .....	45
7.	DESARROLLO DE CASOS DE ESTUDIO.....	48
7.1	SISTEMA DE LA RESERVA FEDERAL DE ESTADOS UNIDOS .....	48
7.2	BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA .....	57
7.3	BANCO DE LA RESERVA DE NUEVA ZELANDA .....	69
7.4	CRISIS CLIMÁTICA Y BANCOS CENTRALES.....	73
8.	CONCLUSIONES .....	90
9.	BIBLIOGRAFÍA.....	96
	Ilustración 1 Promedio Inflación Anual .....	17
	Ilustración 2 Parámetros construcción de índice.....	44
	Ilustración 3 Inflación anual Estados Unidos.....	53
	Ilustración 4 Áreas de revisión FED .....	54
	Ilustración 5 Inflación anual Argentina.....	65
	Ilustración 6 Inflación previa a 1989.....	70
	Ilustración 7 Inflación desde 1990 .....	71
	Ilustración 8 Relación sistema financiero y cambio climático.....	83
	Ilustración 9 Áreas de trabajo BCCh.....	84

Tabla 1 Desarrollos en la política de comunicación de la FED. ....	56
Tabla 2 Independencia legal del B.C.R.A.....	65
Tabla 3 Sostenibilidad en los mandatos legales .....	76
Tabla 4 Acciones de otros bancos centrales.....	80
Tabla 5 Informes NFGS (2019 - 2021) .....	85
Tabla 6 Alternativas operacionales para los bancos centrales.....	87
Tabla 7 Principales características de los bancos centrales analizados .....	92

## 1. Resumen ejecutivo

Octubre de 2019 abrió camino a un proceso constituyente enfocado en la transformación y el rediseño de la institucionalidad política y económica del país. Pese a que gran parte del contenido de fondo de la propuesta constitucional probablemente se centre en aspectos de carácter político y social, existe una serie de lineamientos generales e institucionales de carácter económico que servirán de marco constitucional para la definición de la estrategia de desarrollo del país. Dentro de las definiciones más relevantes y, más controvertidas, que el poder constituyente deberá acordar, se encuentra el diseño institucional a grandes rasgos del Banco Central de Chile.

Dotar el proceso deliberativo de la constituyente, de antecedentes y experiencia comparada que pueda guiar de manera fundada los acuerdos adoptados, es clave para lograr que la nueva institucionalidad del BCCh sea tanto o más buena que la actual. En función de esto, se definió como objetivo para la investigación proponer algunos lineamientos generales referentes a autonomía, objetivos, instrumentos y gobernanza para el BCCh, basado en un estudio de casos internacionales desde una perspectiva histórica y legal.

La autonomía de las instituciones monetarias ha sido un tema muy abordado por la literatura económica, particularmente durante la década del 90. Existe evidencia respecto a la relación inversa existente entre autonomía e inflación, lo cual ha conducido a aseverar que la autonomía es una condición necesaria para que la institución monetaria pueda cumplir con su objetivo de estabilidad de precios. Pese a esto, muchas veces la discusión se simplifica profundamente, acotando erróneamente la discusión sobre la banca central sólo a un debate sobre autonomía o dependencia. Lejos de aquello, esta investigación busca analizar los principales elementos que dan forma al diseño institucional de un banco central, desde un punto de vista multidimensional, haciendo gran hincapié en la historia y el contexto económico en el cual cada banco se fue desarrollando, pues en esta investigación se asume un gran valor en la historia como factor explicativo del diseño que poseen las instituciones.

El análisis de cada caso contempla; i) breve repaso histórico de los principales episodios que significaron el origen de la institución y sus procesos de reforma, ii) lineamientos institucionales relacionados a autonomía, objetivos, instrumentos y gobernanza que la legislación actual contempla para la institución y, por último, iii) algunos antecedentes recientes del estado y desempeño macroeconómico actual de la institución.

Se seleccionaron tres casos específicos de bancos centrales que diferían, especialmente, en el estadio de desarrollo en el que se encuentra tanto la institución como el país respectivo. Además, cada uno de ellos fue seleccionado atendiendo razones disímiles que aportaran antecedentes nuevos a la investigación general.

El primer caso seleccionado fue el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, que tenía como particularidades; una basta historia institucional bien dotada de discusión económica entre la visión monetarista y keynesiana de la política monetaria, un mandato dual que pondera al mismo nivel la estabilidad de precios y el pleno empleo y una política monetaria federal descentralizada y coordinada entre distritos.

El segundo caso analizado fue el Banco Central de la República Argentina. La primera razón que motivó su selección es que, además de compartir domicilio en la región latinoamericana con el BCCh, la historia institucional de este banco está repleta de episodios que pueden asemejarse

directamente a los descritos en la historia monetaria de Chile, en ese sentido, resultaba interesante ver cómo frente a contextos similares las instituciones habían tomado caminos diferentes. El segundo aspecto a considerar fue el amplio mandato que posee la institución y el sustento teórico de la visión estructuralista de Prebisch que le dio forma al B.C.R.A. Por último, Argentina es un buen ejemplo de un manejo fiscal y monetario irresponsable que ha conducido a persistentes períodos inflacionarios y altos niveles de pobreza en su historia reciente, explicados en gran medida por la utilización de la emisión monetaria como un mecanismo formal incorporado en la carta orgánica del B.C.R.A de financiamiento del déficit fiscal.

El último caso seleccionado fue el del Banco de Reserva de Nueva Zelanda. Su selección se debió, primero, a que su antigua ley orgánica entró en vigencia en paralelo con la ley orgánica del BCCh, y recientemente ésta pasó por un proceso de revisión integral, derivando en una nueva ley orgánica para el Banco de Reserva que incorpora modificaciones sustanciales, particularmente, en los objetivos y gobernanza de la institución. El segundo motivo clave para su selección, fue el amplio mandato que posee la institución, centrado en el bienestar y desarrollo productivo y sostenible de la nación y operacionalizado en objetivos de estabilidad de precios, estabilidad financiera y pleno empleo. Finalmente, existen algunos elementos de coordinación de política económica que vale la pena destacar, toda vez que la institución cuenta sólo con plena autonomía de instrumentos y sus objetivos son acordados conjuntamente con el Ministerio de Finanzas.

Luego de analizar los casos descritos, se desarrolla una última sección centrada en abordar el rol que pueden tener los bancos centrales en el desafío climático como agentes claves de transición y/o mitigación de la crisis. De esta se desprende que sí existen medidas y acciones concretas que pueden asumir los bancos centrales para abordar los riesgos físicos y los riesgos de transición que derivan de la crisis, pero que el rol específico que una institución monetaria adopte, deberá ser analizado por la misma, buscando equilibrar variables como efectividad de la política monetaria en este desafío, instrumentos a disposición y mandato de la institución. Es importante que la discusión constituyente adopte una visión de futuro en la definición del diseño institucional del BCCh, ante lo cual es clave analizar cómo la sostenibilidad lentamente toma protagonismo como criterio para la formulación e implementación de la política monetaria.

Finalmente, el último capítulo de la investigación concluye comparando los principales aspectos analizados de cada caso estudiado, sugiriendo que el diseño institucional del BCCh avance en materia de sostenibilidad basado en la experiencia revisada y, por último, que se amplíe el mandato de la institución a nivel constitucional definiendo un objetivo general centrado en el bienestar, la prosperidad económica y el desarrollo sostenible de la nación, mientras se mantienen las disposiciones constitucionales que aluden al BCCh en la carta orgánica del 80, dejando las demás definiciones referentes a autonomía, objetivos, instrumentos y gobernanza en manos de una nueva ley orgánica con modificaciones mínimas.

## 2. Problema de investigación

El conflicto social que estalló en octubre de 2019 encontró cauce institucional en el comienzo de un proceso constituyente mandatado a redactar una nueva Constitución Política de la República de Chile que reemplace la vigente constitución de 1980.

Pese al inherente y mayoritario carácter político y jurídico que posee todo texto constitucional, una carta magna también define un marco jurídico, vía principios y preceptos constitucionales, que busca orientar el funcionamiento de la actividad económica propia de la nación. Este componente constitucional ha sido denominado *“constitución económica”*, y tiende a reflejarse en las siguientes definiciones constitucionales: Principios de la institucionalidad económica, estructura institucional en la que se apoyan tales principios, marco para el ejercicio de las funciones económicas por parte del Estado y la forma de abordar las implicancias económicas de derechos y deberes constitucionales (Marcel, 2017).

Aunque no es condición necesaria, un número no menor de constituciones vigentes a nivel mundial, dedica artículos del texto a definir, con mayor o menor grado de profundidad, la institucionalidad de la banca central del país. En ese sentido, el actual ordenamiento constitucional de Chile, establece la existencia del Banco Central de Chile como *“Un organismo autónomo, de carácter técnico y con patrimonio propio (Art. 108)”*. Además, el artículo 109, define algunas limitaciones a la acción del BCCh, explicitando la prohibición de otorgar créditos directos o indirectos a organismos públicos del país. Finalmente, la misma normativa, mandata a una Ley Orgánica Constitucional (Ley 18.840), la definición de las normas específicas que consagran la autonomía y la organización del BCCh, incluyendo sus objetivos, instrumentos, gobernanza y facultades.

Son estas definiciones las que con toda certeza serán discutidas durante los próximos meses de discusión constituyente. Tal motivo ha vuelto tan interesante abordar la discusión económica que subyace a la definición institucional de una banca central en este contexto de proceso constituyente.

Históricamente los bancos centrales han sido instituciones responsables del monopolio de la emisión monetaria de una nación. Naturalmente está bajo su mandato dictar la política monetaria del país para ajustar factores monetarios, de tal manera que sea posible garantizar la estabilidad de precios y el crecimiento económico del país. Sus facultades no se limitan exclusivamente aquello, también comprenden, por lo general, la supervisión y control del sistema financiero, la aplicación de una determinada política cambiaria e, inclusive, servir de prestamista al sector público. A esta última atribución se la dedicado particular atención, puesto que si bien, la mayoría de los bancos centrales se han constituido inicialmente con el objetivo de apoyar financieramente a los gobiernos de turno, tal acción ha derivado reiterativamente en graves períodos inflacionarios que han obligado a reorientar la discusión sobre la banca central al concepto de autonomía efectiva que posee la institución y los objetivos que persigue la misma.

En Chile, en particular, el origen del Banco Central se remonta al 22 de agosto de 1925, cuando una misión encabezada por Edwin Kemmerer, profesor de economía de la Universidad de Princeton, sentó las primeras bases institucionales del BCCh. El objetivo de la misión fue *“Satisfacer ampliamente la necesidad de dotar al país de una institución que estabilice la moneda y regule las tasas de intereses y descuentos, para evitar perturbaciones en el desenvolvimiento industrial y financiero de la nación y fomentar su progreso económico”* (Decreto de Ley N° 486). Pese a lo anterior, la estabilidad de la moneda no pudo ser garantizada, por el contrario, las primeras décadas de funcionamiento del Banco Central se caracterizaron por tasas de inflación que alcanzaban los dos

dígitos y una alta variabilidad de los precios. La raíz de estos ciclos inflacionarios se encuentra, principalmente, en el continuo apoyo crediticio que el BCCh entregaba al poder ejecutivo para soportar los déficits fiscales de la época.

Pese a que, desde la década del 50 se impulsaron una serie de medidas por parte del ejecutivo para contrarrestar los niveles de inflación de la época, sólo fue posible alcanzar tal objetivo en la medida que se logró asegurar una desvinculación estricta entre política monetaria y política fiscal, lo cual fue garantizado preliminarmente en el texto constitucional promulgado en 1980 y consagrado en detalle en la Ley Orgánica Constitucional 18.840 de 1989.

Por entonces el debate sobre la LOC se enmarcó en tres grandes puntos; Coordinación entre Banco Central y gobierno, atribuciones del Banco y responsabilidad pública del Banco. En función de esa discusión, se materializó la autonomía y se definió la orgánica y el funcionamiento del BCCh, incluyendo sus objetivos, composición, funcionamiento del Consejo, y sus facultades en materia monetaria, crediticia, financiera y cambiaria.

Puede decirse que el desempeño de esta institución, en función de los objetivos explícitamente declarados, fue considerablemente óptimo. Pese a la rotación de presidentes en el consejo del BCCh, la dirección de la política monetaria fue bastante uniforme. La inflación se ha mantenido en los niveles esperados sin una gran volatilidad del precio de la moneda, y sin grandes costes en términos de actividad y empleo.

Pese a lo anterior, se pueden identificar algunos episodios en los que el desempeño del BCCh estuvo cuestionado. Por ejemplo, la rápida subida de la tasa de interés para evitar una fuga masiva de capitales y la depreciación del peso, acentuó la recesión y sus efectos sobre el empleo en plena crisis asiática (Covarrubias, 2020).

El excesivo celo en controlar la inflación en la administración de Corbo, generó una importante merma en términos de recuperación económica y dinamismo exportador (Madariaga, 2020). Y en 2015, la falta de coordinación de la política económica derivó en que política fiscal y política monetaria entrarán en conflicto, mientras la primera tenía un carácter expansivo, la segunda apuntaba en dirección opuesta.

Aun cuando la avala un desempeño, en términos generales, positivo en estas últimas tres décadas, la institucionalidad del BCCh no ha quedado fuera del debate constituyente. En función de eso, una serie de preguntas han surgido: ¿Es necesario que la autonomía, los objetivos y la gobernanza del BCCh tengan rango constitucional?. En esta materia la experiencia comparada es ambigua; La Reserva Federal de Estados Unidos, Banco de Inglaterra, Banco de Reserva de Nueva Zelanda no lo tienen, por el contrario, declaran su autonomía a nivel legal.

En esa línea, cabe preguntarse qué tipo de autonomía debiese tener el BCCh. Pierre – Manigat (2019) identifica una autonomía orgánica y otra funcional. La primera referida a nombramiento, duración y condiciones del ejercicio de funciones, mientras que la segunda se evalúa en función de la definición de objetivos y la autonomía financiera.

En el caso de Chile, la Banca Central define tanto los objetivos específicos que perseguirá como los instrumentos que utilizará para alcanzarlos. Esta no es necesariamente la única alternativa. El Banco Central Europeo, el Banco de México, entre otros, dispone de autonomía para la definición de sus objetivos, mientras que, por ejemplo, el Banco de Brasil y el Banco de Australia tienen una autonomía centrada en definir los instrumentos a utilizar para alcanzar cierto objetivo dado.

La coordinación entre ejecutivo y Banco Central para la ejecución de la política económica puede ser diferente. Actualmente, el Artículo 6 inciso segundo, dicta que es deber del consejo del BCCh tener presente la orientación general de la política económica del gobierno al adoptar sus acuerdos. Además, se establecen instancias en las que Hacienda puede participar de las sesiones del consejo, pero sólo con derecho a voz. Al respecto, hay ejemplos alternativos en los que, al inicio del mandato de un nuevo gobierno, se generan instancias para discutir y definir cómo poner en práctica, de manera coordinada, el programa económico de ese gobierno, no restando a la política monetaria de una responsabilidad en la ejecución de tal programa.

La bibliografía relacionada a autonomía, establece que la necesidad de consagrarla radica fundamentalmente en evitar dejar sometida a la banca central a presiones cortoplacistas de un gobierno (Alesina y Grilli, 1992), permitiendo que la institución tenga una visión de largo plazo y no caiga en el problema de la inconsistencia temporal (Rosende, 1997). En la vereda contraria, se establece que la excesiva autonomía puede ser una problemática toda vez que con ella puede prevalecer un sesgo deflacionista que someta a la economía a una pérdida innecesaria de producto y empleo (Gharlerghi, 2019), en tal caso, pueden generarse intervenciones por debajo del umbral inflacionario afectando negativamente la expansión económica (Le Fort, 2020).

Como se puede apreciar el debate sobre el concepto de autonomía no se puede abordar sin referirse a los objetivos que persigue la institución puesto que la autonomía tradicionalmente ha sido concebida como una herramienta necesaria para cumplir con un determinado objetivo inflacionario. En función de esto, todo análisis centrado en la autonomía de la institución deriva inevitablemente en la discusión respecto a cuáles deben ser los objetivos que persiga la entidad.

Actualmente, la LOC establece que BCCh debe velar por la estabilidad de la moneda y por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos, pero, ¿Podría ampliarse su mandato para que, por ejemplo, tal y como la FED en Estados Unidos, se busque fortalecer el empleo y la actividad económica?. Al respecto, Keynes y Friedman ofrecieron visiones relativamente opuestas respecto a los efectos y el rol que debe jugar la política monetaria en sobre la economía real.

Desde una perspectiva histórica, podría decirse que la postura de Friedman se impuso. Él consideraba que la función válida de la política monetaria era crear una base sólida para la expansión de la actividad económica y, por lo tanto, no debía más que centrarse en la estabilidad de los precios, evitando de esta manera los costes directos de la inflación, en términos de distorsión en la asignación de recursos, obstaculización en la planificación de los agentes económicos, inestabilidad del sistema financiero, etc.

Este planteamiento fue recogido casi a cabalidad al momento de diseñar la institucionalidad del BCCh. Quizás su expresión más nítida puede verse en lo que entendemos actualmente bajo el concepto de ‘‘Metas de inflación’’. Esta estrategia de política monetaria consiste en definir una cifra objetivo anual para la inflación sobre la cual se anclan las expectativas de los agentes económicos. Específicamente, fue en 1999 cuando el BCCh adoptó esta estrategia explícitamente, definiendo una meta anual de  $3\% \pm 1\%$ , para la inflación.

Para conseguir ese objetivo, el BCCh dispone de una serie de instrumentos, por ejemplo; regulación del sistema cambiario, regulación del sistema financiero, operaciones de mercado abierto y control sobre la tasa de política monetaria, siendo este último, el instrumento más relevante para lograr la meta de inflación.

La meta de inflación se fija para un horizonte mediano de tiempo, reconociendo que la inflación no se puede controlar en el corto plazo puesto que la política monetaria siempre actúa con rezagos (De Gregorio, 2006).

El reconocimiento y uso de esta estrategia es compartido por un amplio grupo de países. Las metas no necesariamente son iguales, por ejemplo; Canadá, Israel y Nueva Zelanda, fijan su meta de inflación en un rango entre 1% y 3%, mientras que, países como Noruega e Islandia optan por una meta más precisa de 2,5% de inflación anual.

En torno al debate sobre los objetivos de un banco central, algunos/as autores/as explicitan que centrar la atención en un objetivo inflacionario mediante la fijación de una meta de inflación no implica necesariamente dejar de considerar los costos por concepto de desempleo. La fijación de la meta de inflación no es indiferente al ciclo económico y, con esto se evita, por un lado, la fijación de dos objetivos que puedan terminar siendo incoherentes entre sí, mientras que, por otro, el riesgo asociado al escaso grado de precisión que se tiene para estimar un nivel de pleno empleo, lo que podría llegar derivar en políticas expansivas que de manera involuntaria aceleren la inflación (De Gregorio, 2006).

Aun cuando la adopción de metas y otras características actuales de la institución, sintonizan con la experiencia internacional, el proceso constituyente de todas maneras abre la posibilidad de que se genere una reconfiguración de la política monetaria y la institucionalidad del Banco Central de Chile. La discusión no debiese situarse en lo antagónico que resulta plantear dependencia versus autonomía, por el contrario, debiese ampliarse a todos los elementos esenciales que conforman el diseño institucional. Ya hay consenso suficiente sobre la necesidad de contar con un Banco Central aislado del ciclo político, de hecho, algunos autores señalan que es imposible que sin algún grado de autonomía un Banco Central sea menos favorable a la inflación que la mayoría de los votantes (Alesina y Summers, 1993), sin embargo, lo que aún no está totalmente consensuado es el significado de ese *'algún grado de autonomía'*. Milton Friedman rechazaba la idea de independizar la banca central, aludiendo a que tal acción sería una restricción a la democracia. También contraria a la excesiva autonomía de la institución, Margaret Thatcher entendía que una institución con tal grado de poder no podía estar al margen del control democrático. De este modo, tal y como existe consenso respecto a los riesgos subyacentes en una banca central totalmente dependiente del poder ejecutivo, se entiende que la institución no puede poseer una autonomía absoluta.

El debate sobre la institucionalidad del Banco Central de Chile no puede estancarse en lo controversial que resulta definir el grado autonomía efectivo de la institución, por el contrario, es necesario avanzar e identificar alternativas viables para un nuevo diseño institucional, que aborden tanto la autonomía, como los objetivos, instrumentos y gobernanza de la institución óptimos en función de los desafíos propios del país. Lo anterior requiere inexorablemente recurrir a la evidencia empírica disponible, experiencia comparada (tanto aquellos casos exitosos como los fracasaron en términos económicos), historia económica propia de Chile y, por supuesto, estos desafíos a los cuales debiera responder una institución monetaria con una visión de largo plazo. Aquí radica el problema de investigación identificado y, en consecuencia, el objetivo que conduce la elaboración de este proyecto de título.

### 3. Objetivos

#### 3.1 Objetivo general

- *Evaluar, mediante un estudio con perspectiva histórica de casos internacionales, el diseño institucional recomendable para BCCh, con el objeto de establecer lineamientos generales para una entidad monetaria que contribuya al desarrollo económico del país.*

#### 3.2 Objetivos específicos

- *Presentar los principales antecedentes teóricos vigentes relacionados al concepto de política monetaria, objetivos y autonomía de un banco central.*
- *Evaluar desde una perspectiva histórica el desarrollo y desempeño económico de la institución en las últimas décadas.*
- *Señalar, basado en la experiencia comparada, cuáles son los aspectos más relevantes a considerar en el diseño institucional del BCCh.*
- *Identificar a qué desafíos económicos futuros y de qué manera puede contribuir una nueva institucionalidad del BCCh.*

### 4. Antecedentes

#### 4.1 Constitucionalismo económico

Sin subestimar el inherente carácter político que subyace a todo texto constitucional, los aspectos abordados en una carta magna no excluyen aspectos económicos centrales de la configuración de una república, por ello fue inevitable que el proceso constituyente habilitara espacios para un importante debate económico en el país.

En palabras de Mario Marcel, actual presidente del Banco Central de Chile, el concepto de constitucionalismo económico alude al marco jurídico, integrado por principios y preceptos jurídicos de orden público, orientado a fijar los pilares constitucionales del funcionamiento de la actividad económica del país. No necesariamente implica consagrar un determinado modelo económico, pero sí termina por establecer los rasgos centrales de la estrategia económica del país. El constitucionalismo económico tiende a incorporar disposiciones de carácter programático, sobre cómo el poder constituyente espera que evolucione la economía, disposiciones expresadas en términos de aspiraciones, protección de normas o institucionalización de ciertos aspectos económicos.

Una constitución económica puede reflejarse en 4 ámbitos:

1. Principios de la institucionalidad económica, incluyendo derechos y deberes de carácter económico.

2. Estructura institucional básica en la que se apoyarán dichos principios.
3. El marco para el ejercicio de las funciones económicas por parte del Estado.
4. La forma de abordar las implicancias económicas de otros derechos y deberes constitucionales, como los derechos sociales.

Según lo expuesto por los economistas chilenos Rodrigo Valdés y Rodrigo Vergara en su último texto publicado *“Aspectos económicos de la Constitución: Alternativas y propuestas para Chile”* el debate económico del poder constituyente se centrará principalmente en definiciones respecto a Gestión fiscal, Propiedad privada, Recursos Naturales, derechos económicos y sociales, Rol del Estado en la economía y, por supuesto, **Banco Central** y política monetaria.

Todo aspecto constitucional será debatido y construido en función de la literatura y experiencias internacionales que puedan servir como marco referencial para el poder constituyente, sin embargo, respecto al Banco Central y política monetaria, un insumo clave para este proceso, será la propia historia económica del país y los ejes económicos que la vigente constitución de 1980 y la Ley Orgánica Constitucional de 1989 establecen en esta materia.

#### 4.2 Actual constitución y Ley Orgánica Constitucional

Las referencias al Banco Central en una constitución no son obligatorias, de hecho, sólo un 46% de las constituciones vigentes en el mundo hacen alusión dentro de sus artículos a la institución a cargo de la política monetaria en el respectivo país. el restante grupo de países institucionaliza un ente responsable de política monetaria por medio de leyes, en las cuales se definen los aspectos centrales de la institución en materia de objetivos, instrumentos, facultades y gobernanza<sup>1</sup>.

La actual normativa constitucional, vigente desde 1980, sólo dedica dos artículos a la institución monetaria. Primero, en el artículo 108°, establece que la existencia del BCCh como organismo **autónomo**, de **carácter técnico** y con **patrimonio propio**. Luego, en el artículo 109° establece las limitaciones al accionar del BCCh, incluyendo la prohibición explícita de otorgar créditos directos o indirectos a los organismos públicos, y reconociendo su potestad para dictar normas mediante la adopción de acuerdos que no sean discriminatorios.

Los restantes elementos propios de la configuración de la institución fueron encomendados a la Ley Orgánica Constitucional 18.840, promulgada en 1989, en la cual se definieron las normas específicas que consagran la autonomía y la organización del BCCh, incorporando disposiciones respecto a sus objetivos, la composición y funcionamiento del Consejo, y sus facultades en materia monetaria, crediticia, financiera y cambiaria.

El artículo 3° de la Ley establece dos objetivos para el BCCh, en primer lugar, debe velar por la estabilidad de la moneda y, al mismo tiempo, velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Con el objeto de cumplir con su mandato, tendrá como atribuciones 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. Las dimensiones operativas referidas a la

---

<sup>1</sup> Más detalle en **Constitute Project**.

implementación de la política monetaria son definidas y controles mediante Acuerdos del Consejo monetario de la institución.

De acuerdo al mandato constitucional del artículo 108°, el BCCh cuenta con patrimonio propio, que inicialmente fue de quinientos mil millones de pesos. Según la LOC, el capital podrá ser aumentado, por acuerdo de la mayoría del total de los miembros del Consejo del Banco, mediante la capitalización de reservas y ajustado por concepto de corrección monetaria. Además, por acuerdo fundado en el Consejo, se podrá solicitar al Ministro de Hacienda, con cargo a los fondos que se consulten en la Ley de Presupuestos de la Nación, el aumento de capital o la entrega de aportes específicos al patrimonio del BCCh.

Pese a la plena autonomía con rango constitucional de la institución, el banco no es totalmente indiferente a la política económica del poder ejecutivo. La Ley establece algunas formas de *“coordinación”* entre la política fiscal y monetario. En ese sentido, destacan tres artículos relacionados a esta materia. Primero, el artículo 6, establece que *“El Consejo, al adoptar sus acuerdos, deberá tener presente la orientación general de la política económica del Gobierno”*. En segundo lugar, el Banco deberá informar al Presidente de la República y al Senado respecto de las políticas y normas generales que dicte el Consejo en el ejercicio de sus atribuciones. Finalmente, el Ministro de Hacienda podrá asistir a las sesiones del Consejo, sólo con derecho a voz. En las sesiones que participe, podrá proponer al Consejo la adopción de determinados acuerdos que deberán ser tratados por el órgano en las siguientes sesiones. El Ministro puede, además, suspender la aplicación de cualquier acuerdo o resolución adoptada por el Consejo, por un plazo no superior a quince días, salvo que la totalidad de los consejeros insista en su aplicación, en cuyo caso no regirá la suspensión del mismo (Artículo 19).

Respecto a los aspectos de gobernanza, la administración del BCCh será completa responsabilidad del Consejo, instancia constituida por cinco consejeros/as, designados/as por el Presidente de la República, mediante decreto supremo expedido a través del Ministerio de Hacienda, previo acuerdo del Senado. Los miembros de este Consejo, durarán diez años en sus cargos, pudiendo ser designados para nuevos períodos, y se renovararán por parcialidades, a razón de uno cada dos años. El Presidente del Consejo, que lo será también del Banco, será designado por el Presidente de la República de entre los miembros del Consejo y durará cinco años en este cargo o el tiempo menor que le reste como consejero, pudiendo ser designado para nuevos períodos (Artículo 7° y 8°).

Respecto a remociones y/o destituciones, el artículo 16 establece que *“El Presidente de la República podrá destituir al Consejero que se desempeñe como Presidente del Consejo y del Banco, a petición fundada de, a lo menos, tres de sus miembros, en razón de incumplimiento de las políticas adoptadas o de las normas impartidas por el Consejo. El Presidente de la República procederá a la destitución señalada previo consentimiento del Senado”*. Además, complementa el artículo 17 estableciendo que *“El Presidente de la República, por causa justificada y previo consentimiento del Senado, podrá remover a alguno o la totalidad de los miembros del Consejo. La remoción sólo podrá fundarse en la circunstancia de que el consejero afectado hubiere votado favorablemente acuerdos del Banco que impliquen un grave y manifiesto incumplimiento de su objeto, según lo define el inciso primero del artículo 3°, y siempre que dicho acuerdo haya sido la causa principal y directa de un daño significativo a la economía del país”*. Los/as consejeros/as en ningún caso estarán expuestos/as a juicios de carácter político, por ejemplo, mediante una acusación constitucional.

### 4.3 Historia monetaria y Banco Central en Chile<sup>2</sup>

El Banco Central de Chile se crea con la necesidad de proveer efectivo en cantidades adecuadas para apoyar el desenvolvimiento económico del país. Esta necesidad de circulante constituye un problema que se remonta a tiempos coloniales donde el comercio exterior deficitario con España implicaba pasar por largos periodos de disminución de reservas de oro y plata, lo cual dificultaba la realización de transacciones diarias por falta de medios de pago y, por lo tanto, afectaba el desarrollo de actividades económicas en el país.

Hacia fines de la década del 1830, por la escasez de circulante, distintas casas comerciales empezaron a emitir vales y fichas aceptadas como medio de pago por una parte del comercio. Debido a esto se debió establecer un decreto en 1839 que prohibía la emisión sin autorización. Los billetes emitidos deberían ser totalmente garantizados, a través del establecimiento de una fianza hipotecaria, y solo podrían circular dentro de la localidad del emisor.

Recién en 1840 toma fuerza la idea de crear un banco nacional de emisión para asegurar una cantidad adecuada de medio de pago y establecer un sistema de crédito más eficiente que, hasta ese momento, se mantenía en mano de prestamistas privados. Ya por esos momentos había cierto resquemor frente a la idea de establecer una banca estatal que pudiese expandir de manera desordenada el circulante, lo que sin lugar a dudas pondría en peligro la supervivencia del sistema monetario bimetálico.

En octubre de 1849 se crea el primer banco comercial, el Banco de Chile de Arcos. Este, dentro de ciertos límites, estaba autorizado a emitir billetes convertibles en moneda metálica. En primer momento, estos billetes no fueron aceptados en las oficinas y tesorerías fiscales porque esto violaba las Leyes de Indias vigentes, que exigían que estos pagos se hicieran en dinero (metálico) o especies.

La institución no tuvo buena recepción. Los billetes emitidos no contaron con credibilidad suficiente y, además, generaron aversión por sus implicancias sobre la reducción del señoreaje de emisión de vales y fichas en el comercio. Prontamente (abril de 1850) al Banco de Chile de Arcos le fue retirada su facultad emisora.

A mediados del año 1850 se inició una expansión importante de la banca privada. Estos bancos eran instituciones de crédito y de depósito, no de emisión, aunque sin embargo hicieron uso de esta facultad con pequeñas cantidades emitidas. Esta situación se exacerbó desde 1860 con una nueva ley de bancos que permitía a los bancos emitir billetes convertibles en moneda metálica. La emisión máxima legal era de 150% del capital efectivo de los bancos y, en este caso, los billetes sí eran

---

<sup>2</sup> Más detalle en *“Ochenta años de historia del banco central de Chile”*, Vittorio Corbo y Leonardo Hernández (2005)

aceptados por el Estado en el pago de impuestos y deudas. Esta ley derivó implícitamente en un sistema de banca libre<sup>3</sup>, sin control ni fiscalización.

La guerra entre Chile y España de 1865 agudizó las necesidades de financiamiento del Estado. El contexto bélico impulsó que se autorizara la emisión de billetes inconvertibles a aquellos bancos que le otorgaron préstamos al Estado. La consecuencia fue una mayor expansión tanto de la banca y como de la emisión monetaria. Pese a este aumento de circulante, la emisión no se tradujo en altas tasas de inflación, más bien, el crecimiento del producto se aceleró y los precios de los bienes importados tendieron a la baja. La guerra contra la nación Europea abrió paso a un ciclo de déficits fiscales. La crisis económica de Europa llevó a una caída importante en el precio de los bienes exportados y, debido a la alta dependencia de los ingresos fiscales de los derechos de aduana, la situación fiscal se vio empeorada. El fisco debió contraer préstamos, que engendraron una crisis, resultado de una pérdida permanente de reservas metálicas, contracción monetaria y tasas de interés más altas. La crisis forzó quiebras y fusiones en el sector financiero. Finalmente, en 1878 se optó por terminar con el billete bancario convertible, pasando a un régimen de papel moneda de curso forzoso. Los billetes seguían siendo bancarios, pero su emisión estaba controlada por el Gobierno.

Un nuevo conflicto bélico, en este caso, la Guerra del Pacífico, obligó a la emisión de papel moneda directamente por el Estado para financiar la guerra ante las dificultades para obtener crédito bancario. Para controlar la inflación generada por esta mecánica de financiar déficit fiscal, se creyó necesario volver a la convertibilidad, lo cual se hizo en 1895, ahora con un régimen de patrón oro. Esa ley establecía la paridad del peso y la manera en que se canjearían los billetes bancarios y del Estado en circulación.

En 1898 se abandona nuevamente la convertibilidad, por varias razones; una paridad muy fuerte para el peso, desconfianza en el proceso de conversión, pobre desempeño económico, malas prácticas de algunos bancos y temor por posible guerra con Argentina. Ahí se inicia un período de desarrollo del papel moneda. Este nuevo régimen generó una continua y volátil expansión, que llevó a una progresiva depreciación de la moneda y períodos inflacionarios más persistentes.

Todo este escenario hizo cada vez más evidente la necesidad de crear una institucionalidad que ordenara la emisión del dinero, con el fin de estabilizar los precios y el tipo de cambio. La discusión respecto al ente monetario toma fuerza durante el período de 1921 y 1925. Esa discusión estuvo centrada en definir cuál era la estructura más adecuada para generar estabilidad monetaria (estatal, privada o mixta), el valor del tipo de cambio en el nuevo sistema y si el sistema monetario a adoptar sería un patrón oro estricto o se aceptaría convertibilidad a otras monedas duras.

La postura mayoritaria era que para alcanzar la estabilidad de la moneda se debía crear un organismo central, controlado mayoritariamente por el sector privado que manejara la emisión de medios de pago. Sin embargo, el acuerdo no se completó hasta que el gobierno encargó como misión a Edwin Kemmerer, profesor de Princeton, sentar las bases de la Ley que fundaría al Banco Central. La misión definió que la creación de un banco central estaba fundamentada en la necesidad de enfrentar problemas de escasez de circulante mientras se mantenía estabilidad en los precios internos y en el tipo de cambio.

---

<sup>3</sup> El concepto de Banca libre contempla una eliminación del monopolio de emisión de los bancos centrales. Es decir, cada banco es libre de emitir su propio dinero, sin regulación. El concepto es introducido por Friedrich Hayek y la escuela austríaca. (Hayek, 1975).

Se estableció que el Banco Central debía ‘ *Satisfacer ampliamente la necesidad de dotar al país de una institución que estabilice la moneda y regule las tasas de intereses y descuentos, para evitar perturbaciones en el desenvolvimiento industrial y financiero de la nación y fomentar su progreso económico* ’ (Decreto de Ley N° 486, 1925).

En su origen, se trató de un organismo independiente con un directorio conformado por 10 miembros:

- Tres nombrados por el presidente.
- Dos nombrados por bancos nacionales
- Uno por bancos extranjeros
- Uno por accionistas particulares
- Dos por entidades gremiales
- Uno por instituciones obreras.

El Banco tuvo como accionistas al Estado, bancos nacionales, bancos extranjeros, personas naturales y personas jurídicas. Una composición diversa que buscaba evitar que el banco fuese capturado por alguna de las partes involucradas.

Adicionalmente, entraron en vigencia otras dos leyes; la Ley monetaria y la Ley General de Bancos. La primera restauró la convertibilidad estableciendo un régimen de patrón oro y se fijó una paridad de 6 peniques de Reino Unido por peso chileno. La segunda ley, creó una superintendencia de Bancos para regular y supervisar a los bancos comerciales.

Al Banco Central se le entregó de manera exclusiva el monopolio de la emisión de billetes, además, se autorizó que el Banco Central realizara operaciones de crédito con el gobierno cumpliendo con ciertas restricciones.

En los primeros años bajo el patrón oro, tanto el crecimiento de la emisión como la inflación fueron bajas y los préstamos al sector público no excedieron el límite legal establecido. La política fiscal y monetaria expansiva (sucesivas reducciones en la tasa de redescuento del Banco Central y un límite máximo a las tasas de interés de los bancos), condujeron a una fuerte expansión económica entre 1928 y 1929, que fue frenada por la Gran Depresión. La crisis provocó la caída de los volúmenes y precios de exportación, aceleró la pérdida de reservas, deterioró la situación fiscal y redujo el crecimiento. Además, el colapso del financiamiento externo obligó a una fuerte contracción del déficit en cuenta corriente, lo cual fue muy costoso por el régimen de patrón oro existente. En consecuencia, se inició un período deflacionario, que en 1931 provocó el abandono al patrón oro<sup>4</sup> y la suspensión del servicio de la deuda externa pública.

El fin del patrón oro en medio de la crisis se vio acompañado por el establecimiento de controles de cambios, creación de tipos de cambios múltiples y el inicio del proteccionismo en la forma de aranceles diferenciados. A lo anterior, se sumó que la débil institucionalidad del Banco Central, en una situación económica interna difícil, condujo a un período de gran expansión monetaria para financiar al sector público y proveer crédito al sector privado, lo cual aceleró la inflación y la depreciación del tipo de cambio.

---

<sup>4</sup> Situación generalizada por la Gran Depresión, economías como Reino Unido (1931) y Estados Unidos (1933) también debieron abandonarlo.

Si bien el siguiente período fue de mayor estabilidad macroeconómica y la política monetaria se mantuvo ordenada, el Banco Central continuó otorgando crédito a instituciones públicas e industrias específicas, por lo que los altos niveles de precios y la volatilidad de la moneda eran una constante en la época.

En la década de 1950, ante la incapacidad de contener la inflación, el gobierno optó por el control de precios de bienes, tipo de cambio y reajustes de salarios. Políticas que no lograron controlar la inflación, por el contrario, generaron distorsiones en los precios relativos y altos costos de eficiencia en la asignación de recursos. La década del 50 registró una inflación de 80% y situación fiscal muy deteriorada. El año 1953 se promulgó una segunda Ley Orgánica para el Banco que establecía como objetivo *“Propender al desarrollo ordenado y progresivo de la economía nacional, mediante una política monetaria crediticia que, procurando evitar tendencias inflacionistas o depresivas, permita el mayor aprovechamiento de los recursos productivos del país”*.

Muy pronto se invitó a un grupo de expertos, la denominada misión Klein – Saks, que debía formular e implementar un programa de estabilización macroeconómica. El efecto del programa fue una reducción incipiente de la inflación, sin embargo, la falta de apoyo político no permitió adoptar las medidas de largo plazo recomendadas para evitar revivir períodos inflacionarios en el futuro.

El siguiente gobierno introdujo otro intento de estabilización en el año 1959 sustentado en los siguientes lineamientos:

- Supresión del financiamiento al gobierno central.
- Eliminación de controles cuantitativos y cualitativos del crédito y de los redescuentos del Banco central, reemplazándolos por una política de encaje.
- Liberalización de los ingresos de capitales.
- Paridad fija entre el peso y el dólar norteamericano.
- Reemplazar la moneda peso por el llamado *“escudo”*, equivalente a 1.000 pesos antiguos.

Lamentablemente, el programa no logró su cometido. La inercia inflacionaria<sup>5</sup> superó los efectos estabilizadores del programa y, por lo tanto, los niveles de inflación persistieron en la siguiente década.

El período entre 1965 y 1970, se intentó adoptar un nuevo programa de estabilización. Esta vez, se avanzó en reformar la política monetaria, a fin de enfocarla hacia el logro de una reducción gradual de la inflación, 25%, 15% y 10% para el tercer año (similar a las metas de inflación posteriormente implementadas). Se eliminaron las operaciones del central con el público y se adoptó un tipo de cambio reptante<sup>6</sup>. Además, se creó la Unidad de Fomento, que se transformó en unidad de cuenta con que se pasaron a expresar gran variedad de operaciones (contratos, precios, remuneraciones, etc.) que si bien, inicialmente se había concebido como un mecanismo para fomentar el ahorro financiero y protegerlo del efecto inflacionario, al extender la indización de los precios y las remuneraciones, incrementó la inercia del proceso inflacionario y limitó la posibilidad de

---

<sup>5</sup> Persistencia de las expectativas inflacionarias que mantienen la inflación alta aún sin factores monetarios o fiscales que lo puedan explicar.

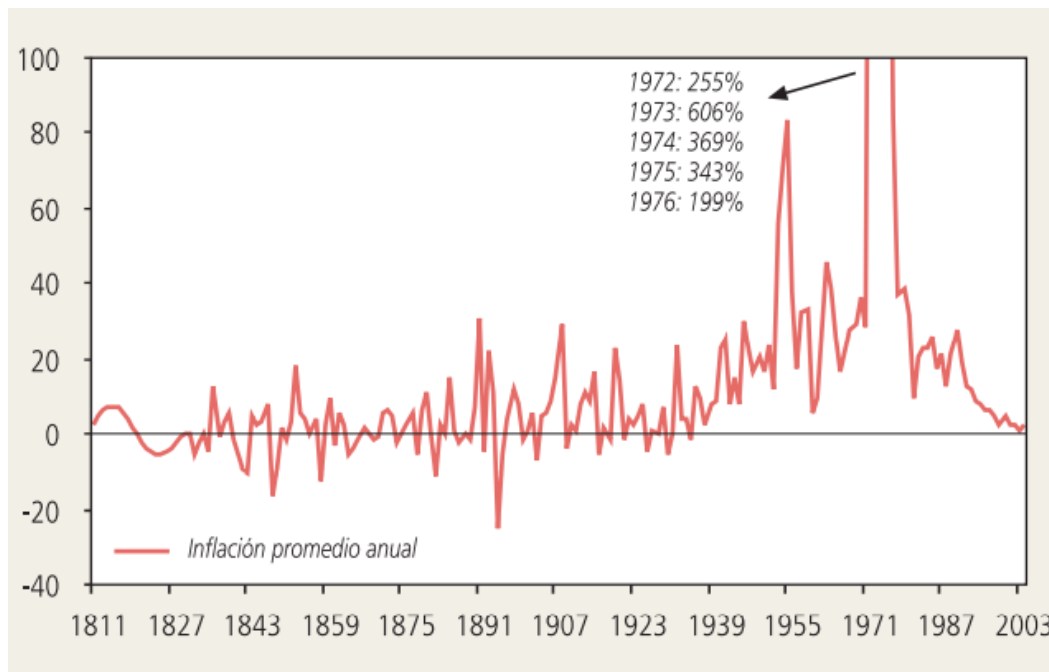
<sup>6</sup> Consiste en reevaluar o devaluar en forma periódica y con ajustes pequeños, el tipo de cambio de acuerdo a la diferencia entre las tasas de inflación doméstica y externas.

controlarlo. Terminó transformándose en una manera de convivir con períodos inflacionarios constantes.

Lejos de alcanzar los resultados esperados, el peak inflacionario llegó en el año 1973, la presión sobre los precios fue tal que generó la aparición de mercados ‘negros’ para suplir la escasez en los mercados formales, que la política de control de precios promovida por el gobierno provocaba.

La ilustración 1, presentada a continuación, retrata el desarrollo de la Inflación desde los primeros años de 1800 hasta los primeros años del siglo XXI.

**Ilustración 1 Promedio Inflación Anual**



Fuente: Corbo (2005)

Tres dígitos de inflación que fueron una constante hasta 1975, incluso con un cambio extremo en el modelo de desarrollo económico del país, caracterizado por la liberalización comercial, financiera y principalmente reducción de la presencia estatal en la economía. Durante este año se introduce otra unidad monetaria que reemplazaba al escudo y tenía una paridad de 1.000 escudos por peso, además, se comenzó a utilizar el tipo de cambio como ancla para la inflación.

La década del 80 trajo consigo una nueva profunda crisis macro – financiera. Fue una intensa recesión, que obligó a abandonar el tipo de cambio fijo, suspender el pago de la deuda externa, la quiebra de casi todo el sistema financiero, la inconvertibilidad del peso, la imposición de controles de capital y la adopción de un programa de reajuste con el Fondo Monetario Internacional. La crisis se explica en parte por la extrema liberalización sin regulación y supervisión del sistema financiero que condujo a un sobreendeudamiento masivo, toma de riesgos excesivos y crecientes déficit en cuenta corriente.

La estabilidad monetaria y financiera requirió cambios institucionales para la banca central y las finanzas públicas. El primer paso se había dado en 1975 cuando se reformó la Ley Orgánica del Banco Central para prohibirle al ente la concesión de nuevo financiamiento tanto al sector público como al sector privado no financiero, de tal manera que la institución se concentrara en su función de mantener estable la macroeconomía y el sector financiero. El paso siguiente fue con la constitución de 1980 donde como se ha mencionado anteriormente, se establece el carácter autónomo del Banco, se prohíbe explícitamente que el BCCh pueda financiar organismos públicos y se mandata a una nueva Ley Orgánica Constitucional la definición en detalle la estructura de la institución.

#### **4.4 Funcionamiento del BCCh desde la LOC**

El libro *“25 Años de Autonomía del Banco Central de Chile”* editado por Alberto Naudon D. y Luis Álvarez V. presenta un buen retrato del funcionamiento y desempeño de la institución desde la promulgación en 1989 de la Ley. La particularidad de este texto es que da espacio a cada uno de los presidentes que ha tenido la institución durante este período para describir y explicar la experiencia, los desafíos y las lecciones que le ha dejado su paso por el Banco. A continuación, se presenta un breve resumen de los principales elementos destacados en cada uno de los relatos.

Andrés Bianchi, Presidente de la institución desde 1989 a 1991, detalla que la independencia de un Banco Central no sólo significa un cambio técnico en la institucionalidad económica, también implica un traspaso importante de poder desde el ministerio de Hacienda y el poder ejecutivo en general al ente monetario. Comenta que la legitimidad de la autonomía consagrada inicialmente fue bastante cuestionada, dado que el articulado constitucional y el proyecto de ley surgían desde una dictadura. En ese sentido, los economistas de la Concertación de partidos por la democracia (oposición al régimen militar) estimaban en ese momento que tanto las atribuciones como la autonomía que el proyecto entregaba al Banco Central eran excesivas, lo que conduciría a la existencia de dos centros de dirección de la economía y dificultaría la coordinación entre sus decisiones y las de las autoridades económicas del gobierno. Veían en este proyecto de Ley una maniobra de salida del régimen orientada a dificultar la gestión futura de los gobiernos democráticos. Con la finalidad de lograr mayor aceptación de la oposición al proyecto de Ley original se le introdujeron 3 cambios significativos. Primero, se incorporó el artículo 6 que, tal como se ha mencionado anteriormente, estableció que *“el Consejo, al adoptar sus acuerdos deberá tener presente la orientación general de la política económica del Gobierno”*. Además, se ampliaron las facultades del ministro de Hacienda en las sesiones y estableció que el BCCh debía informar al Senado y no sólo al Presidente de la República.

Pese al complejo contexto en el cual se definió la nueva orgánica y estructura de la institución el autor señala que el grado de aceptación del ente se ha ido consiguiendo debido a la capacidad de la institución para cumplir con su mandato (control de la inflación) y mantener un consejo compuesto de manera equilibrada, pluralista y con alto nivel técnico.

Recuerda que en 1990 se generó el primero compromiso de la institución, similar a lo que posteriormente pasarían a ser conocido como metas de inflación, estableciendo en el primer informe anual al Senado que se haría un manejo de la política monetaria tal que la inflación en 1991 disminuyera a un rango de 15% o 20%.

El período siguiente del Banco estuvo presidido por Roberto Zahler (1991 – 1996), quien destaca que el principal desafío de la institución fue generar credibilidad y confianza a los distintos agentes económicos nacionales e internacionales. En este período, el BCCh decidió asignarles mucha importancia a los pagos externos, puesto que la historia, a su entender, enseñaba que cuando se consideraba solo el objetivo anti inflacionario, en muchas ocasiones se logra este último, pero por muy poco tiempo a causa de significativos desequilibrios originados en las cuentas externas.

Describe que la a formulación de la política tuvo como elementos centrales:

1. Rol creciente, pero no excluyente, del mercado en la determinación de los precios claves de la economía.
2. Definir políticas flexibles para un horizonte mediano y largo plazo.
3. Aplicar políticas oportunamente, con prudencia y gradualidad.
4. Privilegiar la estabilidad y sustentabilidad del dinamismo de la economía, minimizando su volatilidad y vulnerabilidad.

Para cumplir con el mandato de la institución se siguió un estrategia **sistemática** que permitiera ganar y crear credibilidad para el BCCh, **sostenible** para lograr una estabilidad de precios fundada en bases sólidas y perdurables enmarcadas en un contexto de equilibrio macroeconómico general y **gradual** de tal manera que la reducción del ritmo inflacionario no significara grandes costos en términos de actividad y empleo. Como herramienta principal se utilizaron las operaciones de mercado abierto sobre la base de la tasa de interés real de los documentos de corto plazo emitidos por el instituto emisor. La política se mantuvo anclada a los compromisos del BCCh anunciados anualmente. No se utilizaron agregados monetarios como ancla ni instrumentos de política monetaria, debido a la dificultad de encontrar uno que se comportara de manera estable y predecible. Tampoco se utilizó el tipo de cambio, puesto que este casi con certeza llevaría a una sobreapreciación de la moneda local lo que afectaría el objetivo de mantener un déficit sustentable de la cuenta corriente.

Para entender en qué momento actuar, era necesario realizar un seguimiento permanente de indicadores representativos de oferta y demanda agregada, tales como, tasa de inflación, inflación subyacente, nivel y tasa de crecimiento del producto potencial de la economía, tipo de cambio, salarios, tasa de desempleo, actividad industrial, comercial y de la construcción, importaciones, agregados monetarios, crédito del sistema financiero privado y algunos otros indicadores sectoriales específicos.

El objetivo de la política cambiaria fue intentar mantener el tipo de cambio real en un rango consistente con un déficit sostenible de la cuenta corriente de la balanza de pagos, definido entre 3% y 4% del PIB. Se adoptó un régimen cambiario ni totalmente fijo ni totalmente libre, utilizando un *‘tipo de cambio acuerdo’* que fortaleciera la estrategia exportadora del país y significara una señal cierta al mercado sobre su valor de equilibrio a largo plazo. Se definió una banda de fluctuación de  $\pm 10\%$ . El peso chileno, tradicionalmente vinculado al dólar, fue vinculado a una canasta de monedas, representativa de la estructura de comercio exterior del país, para aumentar el grado de independencia y autonomía de la política monetaria.

La favorable evolución de las exportaciones, el reducido déficit de cuenta corriente, las cuantiosas entradas de inversión extranjera directa, la liberalización a las salidas de capitales, el sostenido mejoramiento de indicadores de solvencia externa y la significativa acumulación de reservas internacionales, hizo necesario reconocer que el país enfrentó un cambio de naturaleza estructural

en su inserción en la economía internacional, que requería de una adaptación en el precio de la divisa.

Se jugó un importante papel en la acumulación de reservas internacionales, justificado por la necesidad de tener elevado volumen de dichas reservas en un proceso de creciente apertura externa y, además, para impedir que la entrada neta de capitales se manifestara en un excesivo gasto interno y/o creación de una burbuja de precios de activos y/o en un insostenible déficit en la cuenta corriente.

El principal dilema que enfrentó el BCCh en esa primera mitad fue que el equilibrio interno requería una tasa de interés doméstica superior a la de los países desarrollados, al tiempo que el riesgo país disminuía mientras predominaban las expectativas de revaluación del peso chileno. Se optó por graduar la velocidad a la que podía ingresar financiamiento externo a las empresas radicadas en Chile, encareciendo las entradas de capitales a corto plazo para desincentivar esta práctica.

Se logró una creciente y sólida integración de la economía chilena a los mercados de capitales internacionales, sin incrementar su vulnerabilidad externa ni hipotecar la autonomía de su política monetaria.

Finalmente, el ex presidente concluye que *“los esfuerzos de coordinación entre el Banco Central, sin afectar su autonomía, y el Ministerio de Hacienda en la formulación y ejecución de la política macroeconómica de la primera mitad de los años noventa fue determinante para el logro de los muy buenos resultados macroeconómicos”*.

Posteriormente, fue tiempo de Carlos Massad (1997 – 2003) de tomar la responsabilidad de dirigir el ente monetario. Lo particular de este período, fue que la institución debió hacer frente a la crisis asiática que, en sus palabras, generó que repentinamente cesaran los flujos de capitales hacia la economía chilena con una fuerte presión sobre el peso. Establece que la respuesta esperada era clara; se debía apostar una política que combinara una mezcla de flotación cambiaria y mayores tasas de interés, pero la flotación no era una opción factible en el momento, por lo cual las tasas de interés debieron soportar todo el impacto.

En este período, se fue ensanchando la banda gradualmente hasta que finalmente se hizo irrelevante. El mercado de derivados financieros fue preparado para que el sector privado pudiera cubrirse por sí mismo del riesgo cambiario. La tasa de interés de política se estableció en términos nominales, se la desacopló de la UF, permitiendo dar mayor flexibilidad a la política monetaria. En este momento, cuando la inflación ya mostraba niveles aceptables de largo plazo, se instauró una nueva forma de operación para la meta de inflación: Una meta permanente centrada en 3% con rango de tolerancia de entre 2 y 4%. También contribuyó al desempeño monetario el nuevo manejo fiscal que inició el año 2000, un enfoque estructural del equilibrio fiscal que sirvió como pilar para la estabilidad macroeconómica del país.

Una de las principales lecciones que señala le dejó esta etapa, fue reconocer el costo de un cambio de política. Cada política debe ser evaluada y establecida con cuidado, explicada a la comunidad y defendida de los sector políticos, sociales y académicos. Hay un alto costo de ajuste de los agentes económicos a cada política nueva.

Desde el año 2003 al 2007, Vittorio Corbo fue Presidente del Banco. Fue un período bastante estable en lo económico pero que, sin embargo, tensionó a la institución por un robo de información

sufrido por el Banco que fue descubierto el primer trimestre de 2003. El efecto inmediato, fue una leve pérdida de confianza desde la sociedad hacia la institución, lo que evidentemente genera un incipiente ambiente que atenta contra la autonomía del BCCh.

El robo sufrido obligó a reformar el banco elevarlo a la altura del resto de bancos centrales en materia de gestión, control de riesgos y transparencia. Se avanzó en mejorar; la eficiencia en el cumplimiento de los objetivos, control interno y la cultura de rendición de cuentas. Se hizo fuerte hincapié en fortalecer la transparencia y las comunicaciones (internas y externas) de la institución, entendiendo que en esos elementos se jugaba la legitimidad y efectividad del Banco para cumplir con su mandato constitucional. Corbo termina su relato testimoniando que durante ese período el Banco logró una excelente coordinación con el Ministerio de Hacienda, sin poner en ningún momento en riesgo su autonomía.

José de Gregorio (2007 – 2011), siguiente Presidente de la institución, aporta en el libro una descripción bastante completa del funcionamiento interno y desempeño de la institución, particularmente en un período bastante complejo en el cual la economía chilena debió resistir los shocks generados por la Crisis financiera de 2008. Su relato se construye en tres secciones. Primero aborda la flotación cambiaria y los períodos de intervención del Banco, luego el esquema de metas de inflación y la crisis financiera internacional para finalizar con proyecciones respecto a dónde debieran avanzar los Bancos Centrales.

Respecto a lo primero, señala que en economías pequeñas y abiertas existe una natural vocación exportadora y apreciaciones excesivas y persistentes que podrían resultar en costos duraderos. La intervención cambiaria persigue dos objetivos. Primero, en la medida que tenga algún efecto sobre el tipo de cambio, el objetivo mercantilista de proteger la competitividad. Segundo, 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. Un nivel razonable de reservas internacionales indica fortaleza financiera y además funciona como elemento disuasivo ante la especulación contra la moneda. Mantener reservas en exceso también genera que los efectos cambiarios sean acotados. Este período se caracterizó por la alta volatilidad del tipo de cambio que alcanzó un mínimo de \$ 430 y un máximo de \$ 683. El problema de esto es que cuando la presión es muy fuerte sobre las monedas cualquier intervención resulta inefectiva.

Sobre el segundo punto, destaca que la crisis se debió a una liberalización irresponsable de los mercados financieros y negligencia respecto del impacto que una burbuja inmobiliaria junto a una elevada expansión del crédito podría tener sobre la salud del sistema financiero. Chile entró a la crisis con una inflación cercana al 10% producto de la fuerza con que aumentó el precio de las materias primas, particularmente los alimentos. Pero la fuerte desaceleración unida a la baja en el precio de las materias primas resultó en una caída de la inflación que permitió un estímulo monetario importante llevando la TPM desde 8,25% hasta 0,5% a finales de 2009. El estímulo fue retirado gradualmente y, a fines de 2010, la tasa se encontraba ya en 3%.

De Gregorio comenta que el principal insumo de la conducción de la política monetaria es la proyección de inflación, que su vez está determinada de manera importante por la actividad económica. No es la demanda interna, ni el déficit en cuenta corriente, ni el consumo, ni el crédito, es el nivel de actividad respecto a su nivel de plena capacidad la variable a evaluar a la hora de formular la política monetaria.

Finaliza su sección advirtiendo la importancia relativa que tomarían con el tiempo políticas macroprudenciales que permitan reducir la prociclicidad del sistema financiero y, de esta manera, mitigar su vulnerabilidad a caídas económicas de proporciones. Por otro lado, identifica en el bajo crecimiento de la productividad y otros factores internos, las razones tras la desaceleración económica de economías emergentes como la chilena y no en las políticas macroeconómicas aplicadas.

El último período que describe el libro citado, fue presidido por Rodrigo Vergara desde 2011 a 2016. Lo primero que destaca es que el fin del súper ciclo de las materias primas y condiciones financieras internacionales más estrechas, junto con una caída importante en los niveles de confianza internos, tuvieron efectos significativos sobre el dinamismo de la actividad y los precios de la economía.

A partir de la segunda mitad del 2013 la actividad y la demanda se desaceleran, mientras que la inflación sube producto de la significativa depreciación del peso. En ese momento la institución atravesaba por la disyuntiva de si era necesario intervenir el mercado cambiario para evitar los efectos del tipo de cambio sobre la inflación o, por el contrario, dejar que el peso se depreciara acorde a las presiones económicas del momento. El tipo de cambio se había convertido en la variable de ajuste de la economía chilena, el Banco Central se reservaba la opción de intervenir sólo bajo condiciones extraordinarias como por ejemplo si existía una real necesidad de acumular reservas o si el tipo de cambio estaba claramente y por un tiempo prolongado alejado de sus fundamentos de largo plazo. Según la ex autoridad, los movimientos del tipo de cambio podían ser soportados siempre y cuando las expectativas del mercado se mantuvieran ancladas al 3% en el horizonte de evaluación. Específicamente, establecía que *“sería absurdo, para una economía sujeta a significativos shocks externos, pretender que en cada momento la inflación estuviera en la meta. Lo clave es que se proyecte en su valor esperado y que en el mediano plazo la inflación efectiva sea similar a la meta”*.

Múltiples fueron las razones tras el proceso de depreciación del peso. En particular, se podría mencionar la constatación en China (quien había sido fundamental para Chile en el proceso de recuperación económica posterior a la crisis financiera) de que ya no sería posible seguir creciendo solo a base de inversión y que era necesario estimular el crédito y sectores domésticos de la economía. Lo anterior se tradujo en temores sobre el futuro crecimiento de esta economía y en la caída de los precios de materias primas. Rápidamente esta caída de precios se expresó en presiones sobre las monedas de países exportadores de este tipo de productos. Se sumaba, además que, en la primera mitad de 2013, el presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos de entonces, Ben Bernanke, habló por primera vez de una posible reducción el ritmo de las compras de activos de dicho banco central y ralentizar el impulso monetario de la economía norteamericana.

El ex presidente de la institución finaliza su capítulo señalando las principales lecciones adquiridas durante su período al mando del BCCh. En primer lugar, deja en claro que la brecha del producto es una variable no observable y está sujeta a importantes errores de medición. Segundo, para reaccionar ante un shock económico es primordial antes reconocer si éste viene desde el lado de la oferta o de la demanda. Reconocer en qué caso se está resulta tan complejo como necesario, puesto que la política monetaria apropiada para responder al shock económico dependerá de aquello. En tercer lugar, Vergara indica que el rol de la política monetaria consiste en suavizar ciclos económicos y no en cambiar tendencias estructurales (productividad, acumulación de capital, calidad de fuerza laboral). Finalmente, es clave para el buen quehacer de la institución sostener altos estándares en materia de transparencia. Mientras mayor comprensión tenga el mercado

respecto al accionar de la institución, más efectiva será la política implementada. Todo debe ser comunicado con anticipación e incorporando todos los posibles riesgos y elementos sujetos a modificación.

#### 4.5 Algunos Bancos Centrales en el mundo

No existen lineamientos generales ni estructuras únicas que definan a los entes monetarios en el panorama internacional. Distan en objetivos, en grado de autonomía, en facultades y en esquema de gobernanza. Algunos ejemplos útiles como referencias son:

- Reserva Federal, EEUU: Institucionalidad sin rango constitucional. Absoluta independencia, sin el ministro del tesoro en la gobernanza de la Reserva, órgano conformado por 7 miembros con períodos de 14 años y sin la posibilidad de remoción por parte del presidente. Su mandato consiste en fortalecer el empleo y mantener los precios estables. El órgano a la interna determina la política monetaria y la meta de inflación esperada.
- Banco de Inglaterra: Dispone de independencia legal sin rango constitucional. El gobierno define la meta a alcanzar, mientras que el comité del Banco define la política monetaria necesaria para conseguirla. Órgano conformado por 9 miembros con mandatos de 5 años que pueden ser removidos desde el propio Banco. El objetivo prioritario del Banco es conservar la estabilidad de precios, sin embargo, está estipulado que debe respaldar a la política económica del gobierno, incluidos sus objetivos de crecimiento y empleo.

Tampoco el Banco de Canadá o el Banco de Reserva de Nueva Zelanda dispone de independencia con rango constitucional. En general los períodos son de 5 años y las posibilidades de remoción están muy acotadas. No es una norma común que existan mecanismos de acusación política a los/as consejeros/as.

La autonomía puede materializarse a través de la autonomía de objetivos, es decir que la institución pueda definirse a sí mismo el objetivo específico que perseguirá, y la autonomía de instrumentos, entendiendo en ello, la facultad exclusiva que tenga el ente de definir la manera en que perseguirá el objetivo fijado. Son ejemplo de autonomía de objetivos la Reserva Federal de EEUU, Banco Central Europeo, Banco de Japón, Banco Nacional Suizo y Banco de México. Mientras que en el caso de autonomía de instrumentos encontramos al Banco de Nueva Zelanda, el Banco de Australia, el Banco de Canadá, el Banco de Brasil y el Banco de Inglaterra.

Hay mecanismos de coordinación entre el ejecutivo y la institución monetaria puestos en práctica, por ejemplo, mediante la definición de objetivos. En concreto, el Banco de Reserva de Nueva Zelanda define su propia política monetaria para alcanzar la meta definida en los Acuerdos de Objetivos de la Política (PTA) que son acordados en conjunto por el Ministro de Hacienda y el gobernador de la institución. La mayoría de estos objetivos son fijados al comienzo de un nuevo período y tienen como marco la estrategia económica que el ejecutivo plantea para el país.

En términos de objetivos, la estabilidad de precios es una prioridad generalizada para los Bancos Centrales en el mundo, sin embargo, es muy común que la legislación incorpore mandatos duales. El segundo objetivo más común para un Banco Central es el fortalecimiento del pleno empleo, pero también casos como, por ejemplo, el Banco Central de Australia tienen como objetivo ‘*Contribuir*

*a la estabilidad de la moneda, al pleno empleo y a la prosperidad económica y bienestar del pueblo australiano*” (al igual que en el caso de Nueva Zelanda, este objetivo se operacionaliza mediante un acuerdo con el gobierno de turno), el Banco de Japón que, además de preservar la estabilidad de precios, propone contribuir al desarrollo sostenido de la economía nacional o el Banco Central de Noruega que señala como propósito mantener la estabilidad monetaria, promover la estabilidad del sistema financiera, un eficiente y seguro sistema de pagos y contribuir a una alta producción y empleo.

La manera de operacionalizar el objetivo de estabilidad de precios, globalmente, ha sido mediante la definición y el compromiso de los Bancos Centrales con metas de inflación. Estas metas pueden ser una cifra específica o un rango permitido en el cual pueda oscilar el nivel de precios. Mientras Reino Unido define un meta de 2%, Noruega e Islandia 2,5%, Chile define un rango de 2% a 4%, países como Canadá, Israel y Nueva Zelanda definen un rango entre 1% y 3% y Sudáfrica, en cambio, establece un rango entre 3% y 6%.

#### **4.6 Discusión económica reciente en torno al BCCh**

Propio del proceso constituyente y de lo que esto significa en términos institucionales y económicos, los últimos meses han surgido varias propuestas en materia de Banco Central y política monetaria para el país. Un ejercicio interesante es comparar las propuestas emanadas desde centros de pensamiento con posiciones políticas totalmente opuestas. En esta sección, se presentarán las posturas respecto a la materia de instituciones de abiertamente reconocidas como de izquierda, centro y derecha, respectivamente.

El observatorio de Políticas Económicas<sup>7</sup> ha reconocido en sus recientes publicaciones el valor y la efectividad que ha tenido el Banco Central de Chile para cumplir con su mandato constitucional, sin embargo, interpreta en el esquema institucional actual del BCCh un límite enorme a la capacidad de la institución de promover el desarrollo económico del país. OPES funda su opinión en el rol histórico que tuvieron los Bancos Centrales de países que lograron un éxito en su salto al desarrollo. Particularmente, menciona los casos de Canadá, Corea del Sur y Francia.

En el caso de Canadá, su Banco Central tiene origen legal el año 1934 y se funda con el objetivo de *“Regular el crédito y la moneda en el mejor interés de la vida económica de la nación, controlar y proteger el valor de la unidad monetaria nacional y mitigar las fluctuaciones en el nivel general de producción, comercio, precios y empleo”* (Bank of Canada, 2008). La creación monetaria y de crédito que caracterizó las operaciones del Banco Central los primeros años fue absorbida en su mayoría por la expansión industrial guiada por las direcciones de la política fiscal del País (Ryan – Collins y Van Lerven, 2018). En el año 1944, se creó el Industrial Development bank con el fin de *“Promover el bienestar económico de Canadá aumentando la eficacia de la acción monetaria asegurando la disponibilidad de crédito para las empresas industriales”*. Este banco, a diferencia de otras bancas de desarrollo públicas, fue capitalizado no con presupuesto público sino con emisión de dinero (Baun y Downey, 2020).

---

<sup>7</sup> El detalle se puede revisar en: *“El Banco Central y la nueva Constitución: Hacia una nueva institucionalidad para el instituto emisor”*.(2021). OPES.

En el caso surcoreano, OPES señala que el Banco de Corea fue clave en promover el crecimiento económico y la transformación estructural de la economía, en conjunto con la estabilidad de precios. Tomó un rol activo en el fomento de las industrias nacientes de exportación, debido a que el ejecutivo utilizó al Banco para canalizar créditos a sectores particulares. Concretamente, el Banco garantizó la extensión de deuda a bancos comerciales cuando estos dirigían recursos hacia sectores exportadores prioritarios. Inclusive en los años 70, el Banco estableció líneas de crédito directas a las industrias pesada y química. Todas las decisiones estratégicas, incluyendo manejo de tipo de cambio y cuenta de capitales, del Banco estuvieron en línea con la estrategia industrial del gobierno.

El último caso mencionado corresponde a la nación francesa. El rol que cumplió el Banco en este caso estuvo, por ejemplo, en la asignación de crédito preferente contribuyendo a la modernización de la estructura productiva y capacidad de competir en los mercados internacionales (Epstein, 2007). El Banco de Francia tenía autonomía operacional, pero sus decisiones estaban supeditadas al control del tesoro y el ministro de Hacienda. Se utilizaron herramientas como: dependencia de requisitos de reserva de los bancos a la composición de su cartera de colocaciones, restricciones cuantitativas y tasas preferenciales destinadas a que los intermediarios financieros incrementaran colocaciones en ciertas industrias. Casi la mitad del flujo total de crédito desde el Banco Central fue sujeto a alguna clase de privilegio o subsidio (Zysman, 1983).

OPES responsabiliza al BCCh de la desaceleración de largo plazo de la capacidad de crecimiento de la economía nacional y, desde ahí, justifica la necesidad de modificar cambios a la institución. En particular, se identifican dos eventos que dan fundamento a su crítica. Primero el fuerte contagio doméstico de la Crisis Asiática y la lenta recuperación posterior a la que contribuyó el BCCh con su política de llevar la TPM en nueve meses desde 6,5% a 14%, todo para defender el valor del peso y evitar presiones inflacionarios temporales.

Como segundo evento se señalan los efectos negativos de largo plazo sobre la estructura productiva y dinamismo exportador debido a la falta de manejo cambiario durante el súper ciclo de las materias primas. Establecen desde el Observatorio que el BCCh debió evitar la inestabilidad del Tipo de Cambio Real, producto del importante ingreso de recursos asociado al precio del cobre, que terminó por frenar al sector exportador no tradicional. Además, se le atribuye responsabilidad en no orientar con la política cambiaria los recursos que ingresaban al país a inversiones dedicadas a mejorar de manera permanente las capacidades productivas del país.

En base a estos antecedentes presentados por el Observatorio, se propone ampliar el mandato constitucional a: *“Velar por la estabilidad de la moneda, el normal funcionamiento de los pagos internos y externos, el pleno empleo, y el bienestar económico de la nación a través de la promoción de un sector productivo y externo competitivo y diverso”*. Además, se sugiere avanzar en alcanzar un equilibrio entre coordinación y necesaria independencia que le permita al Banco enfocarse creíblemente en sus objetivos de largo plazo. Fácilmente el ejecutivo podría entregar orientaciones estratégicas y el consejo mantener su completa autoridad sobre la ejecución de políticas y definición de instrumentos. Se podrían establecer espacios formales de coordinación para definir cómo ejecutar el mandato e incorporar otros actores relevantes como los gremios industriales del país.

Una posición totalmente contraria la encontramos en el centro Libertad y Desarrollo<sup>8</sup>. Desde la institución sostienen la importancia de la autonomía de un Banco Central, comprendiéndola como condición necesaria para el buen manejo de la inflación y, en consecuencia, de la base de crecimiento y distribución de la riqueza en una economía. Refuerzan la amplia valoración que existe respecto a cómo la autonomía, junto con la regla fiscal, ha contribuido a fortalecer significativamente la institucionalidad macroeconómica y financiera del país.

Defienden su actual grado de autonomía basados en la historia económica propia del país identificando para ello dos períodos históricos relevantes. Uno antes de 1989, donde el accionar del Banco se vio fuertemente marcado por el ciclo político y la necesidad de financiar elevados y recurrentes déficits fiscales, sin lograr control efectivo de la inflación. Luego, un segundo período, posterior a 1989, donde la implementación de esquemas de metas de inflación bajo la autonomía constitucional permitió un control efectivo de la inflación con reducido o nulo impacto en la actividad.

Refuerzan su punto, estableciendo que la evidencia empírica muestra que la política monetaria no es capaz de generar directamente crecimiento en el largo plazo y que para aportar a tal objetivo debe centrarse en la estabilidad de precios de tal manera que los agentes económicos puedan tomar adecuadamente sus decisiones.

El propio desempeño del Banco durante los últimos 30 años es un elemento que sostiene la necesidad de mantener su actual esquema institucional. En efecto, desde su autonomía constitucional y el uso de metas de inflación, la inflación promedio anual se ha ubicado en torno al 3% y se ha reducido ostensiblemente la volatilidad de la inflación, logrando anclar las expectativas de los agentes a la meta propuesta por el Banco Central y se reducir el nivel y la volatilidad de las tasas de interés, generando con esto menores impactos en la actividad económica.

El documento presenta, además, tres episodios en los que se pudo afectar la independencia del Banco Central de Chile, para este caso particular, nos centraremos en el primero relatado. Durante el año 2006, en el contexto de la discusión sobre Ley de Responsabilidad Fiscal, surgió una iniciativa parlamentaria que buscaba agregar el objetivo de empleo al mandato del Banco y, por otro lado, crear un vínculo de dependencia entre el Banco Central y el Senado a través de cambiar el concepto de "informar" por "dar cuenta" como las obligaciones establecidas en las LOC 18.840. Sugieren que sería erróneo incorporar un segundo objetivo, toda vez que ambos objetivos pueden, eventualmente, entrar en conflicto. El no cumplimiento de alguno de los dos objetivos comprometería seriamente la credibilidad del Banco y tendría su consecuente impacto en la inflación.

En resumen, la posición de LyD es clara, no existen fundamentos económicos, ni antecedentes en la historia y desempeño del Banco que ameriten una transformación o reforma de la institucionalidad del BCCCh durante el proceso constituyente.

Para finalizar, una posición más central respecto a las dos anteriormente expuestas, es la que han adoptado economistas como Rodrigo Vergara y Sebastián Claro en el libro "*Aspectos económicos de la constitución*", particularmente en el capítulo referido al Banco Central donde plantean los casos de Australia, Canadá, Suecia, Israel, República Checa y Reino Unido como ejemplos de Bancos Centrales y política monetaria de buen desempeño en las últimas décadas.

---

<sup>8</sup> Más detalle en: "*Autonomía del Banco Central de Chile*".(2019). LyD.

En el capítulo, introducen la discusión planteándose qué es la autonomía, a lo que responden indicando qué existen a lo menos cinco dimensiones relacionadas al concepto de autonomía cuando este se enmarca en la discusión sobre política monetaria. Primero, la autonomía está en la libertad que tiene la política monetaria para establecer sus propios objetivos. Luego, en la libertad para utilizar a gusto los instrumentos de política monetaria de los que dispone. Y, finalmente, la autonomía también se expresa en las reglas existentes de nombramiento de consejeros y/o presidentes de la institución, en la remoción de estos cargos y en la independencia financiera que tiene la institución.

En estas 5 dimensiones, la mayoría de los Bancos centrales usados de referencia tienen muy protegidos a sus consejos de política monetaria, disponen de clara autonomía en la elección de instrumentos, independencia operacional y financiera y, por último, casi siempre la fijación de objetivos es facultad exclusiva del Banco.

El segundo elemento que los autores consideran clave para definir el diseño institucional del Banco es comprender qué puede y debe hacer un Banco Central y, en ese sentido, aluden a la contundencia de la literatura económico disponible. Primero, se debe comprender que la inflación perjudica el crecimiento económico a largo plazo y es un impuesto regresivo. Lo segundo es que, si bien en el corto plazo la política monetaria puede influir sobre el empleo, el uso de capacidad productiva y el tipo de cambio real, en el largo plazo la política monetaria no dispone de tal capacidad. Lo último, es que la inflación está fuertemente determinada por las expectativas y éstas son muy dependientes de la confianza que los agentes económicos tengan sobre la política económica. En función de esto, plantean que la autonomía resulta necesaria principalmente para aislar la política monetaria del ciclo político, su visión cortoplacista y su mal manejo, agregando que está demostrado que la independencia de los bancos se correlaciona con una menor inflación que en ningún caso es a merced de una mayor volatilidad del nivel de producto.

El tercer punto en discusión es si la autonomía del Banco Central de Chile debe tener o no rango constitucional. Al respecto, señalan los autores que la evidencia es mixta, aunque la autonomía en la mayoría de los bancos no suele estar consagrada en la constitución, las experiencias más recientes de procesos constituyentes o reformas constitucionales significativas indican que se ha ido avanzando en dar rango constitucional a la autonomía de la institución, para aislar este elemento fundamental de mayorías circunstanciales en el poder legislativo que pudieran afectar el desarrollo de la política monetaria.

Basados en la evidencia y argumentos presentados, los autores cierran el capítulo indicando que la próxima constitución en su articulado referente a Banco Central debiera; Definir al BCCh como un organismo autónomo, señalar un objetivo inflacionario que prime respecto a otros que puedan ser fijados a posteriori en leyes ordinarias, explicitar la imposibilidad del BCCh para financiar al fisco directa e indirectamente, limitar las operaciones de mercado sólo para que sean realizadas con instituciones financieras y no directamente con empresas y establecer los mecanismos objetivos de remoción de consejeros y/o presidentes de sus respectivos cargos en la institución.

#### 4.7 Discusiones internacionales recientes

A Propósito de la emergencia climática que enfrenta la economía global, se ha generado una creciente tendencia a incorporar al Banco Central y la política monetaria dentro de las instituciones y herramientas necesarias para enfrentar la transición a economías más sustentables y justas. Ejemplos comunes de países que han comenzado a avanzar en esta materia son Australia, Canadá, China, Costa Rica, Noruega y Corea del Sur. En la actualidad, 70 de los 135 bancos centrales cuentan con un mandato que le asigna el objetivo de promoción y/o apoyo de un crecimiento o desarrollo sustentable, o bien el apoyo de los objetivos económicos del gobierno.

La tendencia se ha generado porque la crisis climática y otros riesgos medioambientales afectan de forma considerable el desempeño de las autoridades monetarias referido a los objetivos tradicionales (Dikau y Volz, 2021). Por ejemplo, el impacto ambiental sobre la producción agrícola repercute en el precio de alimentos que con considerados dentro de la canasta utilizada para medir la inflación. El efecto inclusive es más importante para países en vías de Desarrollo como Chile que se ven más afectados por la crisis climática (Gosh et al, 2020) y que dependen mucho más de la agricultura en su economía.

Además del potencial que la crisis climática tiene para entorpecer el desempeño del Banco, la institución tiene un rol importante como agente de mitigación y facilitador de la transición ecológica. Se plantea en ese sentido, por ejemplo, que políticas de Quantitative Easing como los implementados por el Banco Central Europeo benefician cierto tipos de activos financieros y, en el caso de la crisis financiera de 2008, los grandes beneficiados por esta política fueron activos intensivos en carbono, asociados a los sectores más contaminantes.

Entendiendo que persiste la crisis económica generada por la Pandemia y que los Bancos Centrales deben asumir un rol en la reactivación económica, se hace cada vez más importante entender cómo se puede compatibilizar esta recuperación con el desafío climático que afronta la sociedad.

Al respecto, la Organización de Naciones Unidas, en su *‘Informe sobre la situación y perspectivas de la economía mundial’*, estableció que existe potencial para que los Bancos Centrales contribuyan a una recuperación más inclusiva, incluyendo consideraciones de Desarrollo Sostenible en las decisiones de política monetaria y financiera. Cabe preguntarse ¿Debieran los Bancos asumir un rol más activo en el Desarrollo Sostenible?.

En Asia y el pacífico, cerca del 96% de los bancos creen que deben desempeñar un papel en la promoción de las finanzas verdes (Diario responsable, 2021). De momento, de los 135 Bancos Centrales en el mundo, un 40% desempeña un papel en el apoyo de las agendas de políticas de desarrollo de sus gobiernos, mediante, por ejemplo, la compra de activos con enfoques sostenibles, sin embargo, sólo un 12% de los Bancos tienen mandatos que incluyen explícitamente el Desarrollo Sostenible como objetivo.

En la actualidad, el Banco Central Europeo se ha posicionado como uno de los grandes actores en la discusión. Recientemente ha planteado la posibilidad de abandonar el principio de neutralidad del mercado en sus compras de bonos corporativos. Además, el parlamento Europeo ya aprobó una resolución que invita a *‘Eliminar gradualmente los activos intensivos en carbono del Banco’* con el objeto de posicionar al BCE como un referente para el sistema financiero Europeo y forzarlo a buscar fórmulas para situar el cambio climático en el corazón de la estrategia del Banco. Paulatinamente, la institución ha ampliado su conocimiento sobre el impacto económico del cambio

climático sobre la economía y ha ido incorporando sus efectos en los análisis económicos base de la formulación de política monetaria.

Se sabe, hasta el momento, que un Banco Central puede ser clave en crear incentivos para que las instituciones financieras utilicen la deuda sostenible como garantía, introducir políticas y regulaciones que puedan orientar recursos financieros a actividades más productivas y sostenibles y diseñar programas de crédito especializado para pymes condicionado a la creación de empleo en áreas sostenibles.

Algunos ejemplos concretos de Bancos que han avanzado en la materia son:

- Líbano: La cantidad de reservas de un banco depende de cuánto preste a empresas de energía renovable.
- Brasil: Los formuladores de políticas exigen que los prestamistas divulguen cómo influyen los riesgos ambientales para calcular las necesidades de capital.
- Bangladesh: Los Bancos pueden esperar términos preferenciales cuando piden préstamos al banco central si pasan dinero como préstamos verdes.

El problema de incorporar como actor relevante a los Bancos Centrales en el desafío del cambio climático es que esto podría suponer dificultades para cumplir con los objetivos primarios del Banco y, además, podría afectar el grado de independencia de la política monetaria. La temática está siendo cada vez más discutida y podría representar un antecedente relevante a recoger en el proceso constituyente nacional que deberá proponer discusiones y planteamientos proyectando un futuro en el cual la emergencia climática es una variable clave para el desempeño de las economías.

## **5. Marco teórico**

### **5.1 Inflación: Causas y efectos**

El Banco Central Europeo define el concepto de inflación como un *“Alza persistente y generalizada de los precios durante un período de tiempo que implica una pérdida de poder adquisitivo para los agentes económicos”*. Para tener una referencia respecto a este nivel de precios en Chile el Instituto Nacional de Estadística hace un cálculo mensual de un Índice de Precios (IPC). El IPC es un indicador económico que mide la variación de precios de una canasta de bienes y servicios representativa del gasto de hogares. El objetivo es representar el valor del costo de la vida y recoger la variación que este costo tiene mes a mes. Para realizar su cálculo, el INE realiza encuestas mensuales en todo tipo de negocios y sectores de la economía respecto del precio de un grupo de artículos. Este grupo se le conoce como “canasta” e incluye todo lo que una familia promedio consume al mes (actualizado quinquenalmente). A cada uno de los artículos se les asigna una ponderación que pueda reflejar las preferencias de los/as consumidores/as por cierto tipo de productos de tal manera que el índice de precios sea lo más representativo posible. Las publicaciones de este índice sirven de insumo para que el BCCh, junto a sus propios análisis, pueda formular la política monetaria apropiada para cumplir con su mandato legal.

La literatura reconoce que la inflación podría tener 3 determinantes principales:

- i) **Brecha de actividad:** El proceso de determinación que cada empresa realiza depende en gran parte de las condiciones de la demanda percibidas. En caso de que el sector privado perciba que la demanda aumenta, van a tender a elevar su producción con ánimo de satisfacer la mayor brecha. A medida que las empresas se acercan su límite de capacidad ociosa instalada, responder a la mayor demanda implicará un aumento de los costos. Si este proceso de alza de costos se propaga por la economía puede transformarse en un fenómeno inflacionario. Este fenómeno tiene estrecha relación con lo que va ocurriendo en el mercado del trabajo. Cuando la actividad aumenta y la tasa de desempleo se comienza a aproximar a niveles de pleno empleo, aumentar la producción sólo será posible en la medida que los salarios suban para atraer trabajadores/as desde otras empresas o sectores. Los mayores costos laborales se transmitirán inevitablemente a incrementos de precios.
- ii) **Expectativas de inflación:** Las expectativas de los agentes económicos también pueden jugar un rol clave en la determinación de precios y salarios que, como se mencionó anteriormente, tiene impacto sobre la Inflación. Las expectativas afectan porque en la medida que la sociedad espere un alza importante en los precios, probablemente se fijarán salarios y precios que puedan reflejar esa expectativa inflacionaria. Las expectativas de inflación pueden conducir a un período inflacionario, por este motivo es tremendamente importante que la política monetaria establezca metas y objetivos creíbles y sostenidos que mantengan las expectativas ancladas a ellos.
- iii) **Shocks de costos y precios:** La integración de la economía y los mercados nacionales con el resto del mundo hace que los precios de la economía nacional sean especialmente sensible a shocks económicos externos de diversa naturaleza (económico, social, sanitario, etc.). La transmisión del shock externo al precio nacional puede darse por movimientos del tipo de cambio que encarezcan bienes y/o servicios consumidos internamente o encareciendo materias primas necesarias para el proceso productivo de empresas que atienden el mercado local. Finalmente, el aumento de costos propio de los movimientos del tipo de cambio generará un fenómeno inflacionario.

Los costos asociados a la inflación son la pérdida de poder adquisitivo, mayor desigualdad en la distribución, distorsión en la asignación de recursos de la economía, obstaculización de la planeación de agentes económicos y debilitamiento de la estabilidad del sistema financiero (Banco de México, 2019).

El material académico disponible establece, además, que la estabilidad macroeconómica es una condición necesaria para el crecimiento económico sostenido. En ese sentido, la contribución que puede hacer la política monetaria para influir en el crecimiento a largo plazo de una economía es sostener una inflación baja y estable que propicie la estabilidad macroeconómica necesaria para que la economía crezca sostenidamente. En un caso opuesto, una inflación alta y volátil tiende a distorsionar el sistema de precios de la economía y, por lo tanto, la información que se puede interpretar de estos no permite a productores y consumidores asignar de una manera eficiente sus recursos escasos. Esa dificultad de extraer información precisa desde los precios también afecta las decisiones de inversión, dificultad que deriva en un debilitamiento de la capacidad productiva futura de la economía.

Evidencia respecto a los efectos nocivos de la inflación para el crecimiento a largo plazo se puede encontrar, por ejemplo, en Barro, R. (1995) que encuentra evidencia de que un aumento de la

inflación impacta negativamente en el crecimiento del PIB real per cápita y de la inversión como porcentaje del PIB. De Gregorio, J (1996) verifica la relación negativa entre inflación y crecimiento y agrega que el efecto negativo se genera principalmente por la reducción de la eficiencia de la inversión y no necesariamente de su nivel.

En otro ámbito, cuando la inflación aumenta y persiste en el tiempo, las personas comienzan a perder poder adquisitivo. Esto no ocurriría si es que los salarios de las personas se ajustarán a la misma velocidad que los precios de la economía, sin embargo, por fricciones de la economía, esto no sucede.

Finalmente, cuando la inflación aumenta se genera una redistribución significativa de la riqueza, perjudicando a aquellas personas que tienen una mayor proporción de su riqueza en dinero y no en activos financieros. Suele suceder entonces, que quienes más afectados se ven por los efectos inflacionarios son personas de menores ingresos que conservan una nula proporción de riqueza en activos financieros y que perciben la inflación como un impuesto regresivo sobre sus ingresos.

## 5.2 Teoría monetaria

*“La teoría cuantitativa del dinero es todavía la hipótesis más comúnmente aceptada por la gran mayoría de los banqueros del mundo y por un desconcertante número de economistas, sobre la relación entre dinero y precios”* (Kaldor, 1960). Pese a la veracidad de esta cita, en toda discusión respecto al diseño institucional de un banco central subyace aún una discusión teórica abierta respecto a la predominancia de cierta visión de política monetaria. En vista de aquello, vale la pena hacer un breve repaso histórico por las principales teorías monetarias desarrolladas, enfatizando en los principales postulados de cada una y en cómo éstas se han *“confrontado”*, particularmente en las discusiones económicas del último Siglo con exponentes icónicos como John Maynard Keynes y Milton Friedman

La discusión tiene su origen formal en la postulación de Irvin Fisher de la teoría cuantitativa del dinero que buscaba establecer una relación directa entre la cantidad de dinero existente en la economía y el comportamiento de los precios. Esta visión clásica mantuvo su hegemonía hasta los años treinta, cuando producto de los desequilibrios propios de la gran depresión, los argumentos de Keynes mostraron mayor capacidad para explicar y responder a la crisis económica de la época.

La teoría monetaria clásica se originó en la necesidad que tuvo la escuela clásica de explicar la inflación europea posterior al descubrimiento y conquista de América, producida principalmente por la expansión monetaria que significó el creciente nivel de importaciones de metales preciosos desde las nuevas colonias americanas hacia Europa. El ingreso de estos metales no estuvo acompañado de una expansión en la capacidad productiva de Europa, por lo cual, dada la mayor cantidad de dinero en manos de la población, la demanda agregada no fue satisfecha y, en consecuencia, generó un alza significativo en el nivel de precios.

Tras la visión clásica se encuentra implícita la idea de que las economías tienden naturalmente a encontrarse en una situación de pleno empleo. Debido a esto, la capacidad productiva de la economía se encuentra limitada para ampliar su oferta de bienes y servicios y, por lo tanto, mientras no se modifiquen condiciones estructurales de la oferta, todas las expansiones de la Demanda Agregada, por ejemplo, vía expansión monetaria, se traducirán inevitablemente en presiones

inflacionarias. Según los clásicos, el pleno empleo está garantizado por la flexibilidad de los precios y salarios que permiten ajustar cualquier desequilibrio de manera inmediata en los mercados.

Uno de los primeros teóricos clásicos que abogó por esta visión fue David Hume, quien postuló *“Los precios de todo dependen de la proporción existente entre los bienes y el dinero.. Si aumentan los bienes, se vuelven más baratos; si se aumenta el dinero, aumenta el valor de los bienes”*. Poco tiempo después fue David Ricardo quien complementó la teoría monetaria clásica, incorporando en ella el concepto de *“largo plazo”*. Para Ricardo cualesquiera sean los factores de corto plazo que afectan al nivel de precios, todas sus variaciones se explican por los cambios que se han dado en la cantidad de dinero. De esta manera, el fenómeno inflacionario en el largo plazo siempre tiene sus causas en factores monetarios y no reales.

La formalización matemática de esta teoría, tal como se mencionó anteriormente, llegó con la teoría cuantitativa propuesta por Irvin Fisher, pero también se puede analizar con la ecuación de saldo efectivo de Alfred Marshall. Pasamos a revisar, inicialmente, lo propuesto por Fisher.

### **5.2.1 Irvin Fisher y la teoría cuantitativa**

La teoría cuantitativa comienza estableciendo que la suma total del dinero pagado por los compradores en una economía siempre será igual a la suma de dinero recibida por los vendedores, de tal manera que toda compra y venta genere una contrapartida monetaria equivalente. Esta suma de dinero pagada por los compradores de una economía puede reinterpretarse como equivalente a la cantidad de dinero que existe en esa economía multiplicada por la cantidad promedio de veces que cada unidad monetaria participa en transacciones durante un determinado período de tiempo. Por el otro lado, la suma que reciben los vendedores puede entenderse como equivalente a la cantidad de bienes transados, que podrían ser medidos mediante el PIB, multiplicados por el precio que éstos tienen. De esta manera la expresión de la teoría cuantitativa del dinero sería la siguiente:

$$M * V = P * PIB (Y)$$

Adicionalmente, Fisher argumenta que; la oferta de dinero es una variable determinada exógenamente por la autoridad monetaria, la velocidad del dinero depende de factores estables en el corto plazo, por lo que podría considerarse fija y las economías tienen la capacidad de ajustarse de manera automática para asegurar el pleno empleo, por lo cual, el nivel de producción podría ser constante. Dado lo anterior, la única variable dependiente de la ecuación, es el nivel de precios, que será ajustada endógenamente para corregir cualquier desequilibrio y garantizar el cumplimiento de la ecuación. Cualquier variación en la oferta de dinero, que depende única y exclusivamente de la autoridad monetaria, se traducirá directamente en variaciones equivalentes en el nivel de precios de la economía. En el largo plazo, la variación de los precios tenderá a ser igual a la diferencia entre la tasa de crecimiento de la oferta de dinero y la tasa de crecimiento del producto, lo cual implicaría que una buena referencia para ajustar la oferta monetaria fuese la tasa de crecimiento esperada del producto, que permitiría avanzar en una expansión monetaria sin presiones inflacionarias.

Según Hume, las variaciones en la oferta de dinero se transmiten a variaciones en los precios por los cambios que la primera variable genera a corto plazo en los salarios y en el nivel de empleo. El aumento de la masa monetaria generaría temporalmente una demanda mayor por bienes y servicios, estimulando la producción, el empleo y los salarios a corto plazo, sin embargo, al transcurrir tiempo, el alza en los salarios conduciría de manera inevitable a un aumento en los costes de producción. Esta última alza se traslada al precio de los bienes y servicios transados,

desincentivando la demanda, reduciendo el empleo hasta su nivel inicial y provocando que el único efecto permanente derivado del aumento de masa monetaria sea el alza en el nivel de precios.

### 5.2.2 Alfred Marshall y la ecuación de saldo efectivo

La ecuación de saldo efectivo corresponde a un trabajo desarrollado a principios del Siglo XX por Alfred Marshall y Arthur Pigou, más reconocido como *“enfoque de Cambridge”*. El principal aporte realizado por estos economistas estuvo en construir una base para una teoría de la demanda de dinero.

El procedimiento es el siguiente; se comienza considerando la existencia de un mercado monetario en el cual la oferta está determinada exógenamente por una autoridad monetaria y la demanda dependerá de decisiones individuales que se suponen son de carácter racional. Los agentes entienden que el dinero no genera ningún tipo de rendimiento financiero, pero sí tiene un valor en facilitar la realización de transacciones al ser un activo universalmente aceptado como medio de intercambio. Debido a esto, a medida que los individuos requieren realizar una mayor cantidad de transacciones, la cantidad de dinero que demandan será cada vez mayor. En todo momento la cantidad de dinero demandada por el individuo estará sujeta a su stock de riqueza total y, además, dependerá de las tasas de interés de activos alternativos que permitan conservar parte de esa riqueza y, a diferencia del efectivo, sí ofrezcan réditos financieros.

En principio, la demanda de dinero del individuo será una proporción fija del nivel de ingreso nominal que posea, sin embargo, como lo que les interesa realmente a los agentes económicos es conservar su poder adquisitivo, la demanda de dinero puede ser considerada como una proporción fija de su nivel de ingreso en términos reales que puede expresarse de la siguiente manera:

$$M^d = k * (P * Y)$$

Bajo esta ecuación, será el nivel de precios el que aumente para equilibrar el mercado monetario y cualquier aumento en el nivel de precios significará un incremento proporcional de la demanda de dinero.

El enfoque de Cambridge considera que un incremento en la oferta monetaria generará un desequilibrio en el mercado monetario. Como los individuos tendrán más dinero en manos respecto al que están demandando, tratarán de desprenderse del exceso que implica un coste de oportunidad en términos del interés que dejan de percibir. Esto les incentivará a cambiar dinero por bienes y servicios, impulsando la demanda agregada que, dada una situación de pleno empleo, provocará que los precios se eleven. Al aumentar los precios la DA volverá a su estado inicial, el único efecto permanente será el aumento de precios y el mercado monetario se equilibrará cuando la demanda de dinero aumente en la misma proporción en el cual lo han hecho los precios.

En resumen, bajo la visión clásica y las teorías presentadas, el dinero es completamente neutral, lo que implica que la cantidad de dinero circulante en la economía no tiene efecto sobre variables reales como el producto, el nivel de empleo y tampoco sobre la tasa de interés, por lo cual, el único objetivo válido para la política monetaria sería el control y la estabilidad del nivel general de precios por medio del manejo de la oferta monetaria.

### 5.2.3 La teoría monetaria de Keynes

La teoría clásica propuesta, entre otros, por Hume y Ricardo, se basa en el principio de que los desajustes monetarios se traducen única y exclusivamente en variaciones de precios sin efectos

sobre variables reales de la economía. Este principio se sostiene en 2 argumentos; a) la naturaleza del mercado asegura que el estado normal de la economía sea el pleno empleo de sus factores productivos y b) los agentes económicos se interesan por el poder adquisitivo del dinero que mantienen para realizar transacciones y la cantidad que demandan es una proporción constante de sus niveles de ingreso.

Opuesto a la visión clásica, en el contexto de la gran depresión de 1929, surge la visión keynesiana de la política monetaria. La crisis había provocado grandes fluctuaciones en la actividad económica y altos niveles de desempleo, desequilibrios que no podían ser explicados por una teoría clásica que sostenía su argumento en la estabilidad.

Ante esto, el economista británico Keynes comenzó a desarrollar un nuevo enfoque relativo a la demanda de dinero, incorporando los desequilibrios dentro del análisis y atendiendo nuevos factores explicativos de esta demanda.

La teoría se sustenta en el flujo circular del ingreso. Las familias son dueñas de los factores productivos y las empresas se encargan de combinarlos para producir bienes y servicios. Como retribución al uso de los factores productivos, las familias reciben un ingreso que finalmente será consumido o, en su defecto, ahorrado para financiar nuevos proyectos de inversión. En virtud de aquello, la demanda de consumo y de inversión agotarán el producto de la economía, conduciendo a ésta a un estado de equilibrio.

Pese a que anteriormente, se asumía que, por un lado, la oferta era capaz de vender todo lo producido y, por otro, la demanda era suficiente para absorber la oferta, Keynes reabrió la discusión introduciendo el concepto de demanda efectiva, como complemento a la demanda potencial capaz de absorber el producto de la economía. De esta manera, existía la posibilidad que parte de la demanda potencial no se hiciera efectiva y con esto, una fracción del producto no fuese vendido provocando una reducción futura de los niveles de producción y del empleo.

La diferencia entre demanda efectiva y demanda potencial se materializa vía el ahorro, que actúa como una filtración de la demanda actual. Sin embargo, el problema no está en el ahorro per se, el problema radica en que este ahorro no sea totalmente absorbido por la inversión en un período determinado. De esta manera, la confrontación de la teoría clásica y keynesiana se centra en el análisis e interpretación de la igualdad entre ahorro e inversión y los elementos que pueden o no asegurar este equilibrio.

Mientras los clásicos sostienen por un lado que la igualdad ahorro – inversión está garantizada por una tasa de interés de equilibrio en el mercado de fondos prestables, asegurando que todo lo que se filtre en la demanda como ahorro regrese como inversión, Keynes argumenta que los actos de ahorro e inversión sean independientes, no existiendo ninguna variable que pueda asegurar su ajuste automático.

Si bien en la función y las variables que determinan la inversión no existen grandes diferencias entre estas corrientes, en la variable ahorro las diferencias sí son sustantivas. Keynes considera que el ahorro, más que depender exclusivamente de la tasa de interés, también depende del nivel de ingreso, es decir, mientras mayor sea este ingreso, mayor será la capacidad de ahorro y, por lo tanto, mayor será el nivel de ahorro al que tienda la economía. Bajo esta visión se abre la posibilidad de un desequilibrio permanente entre inversión y ahorro que genere importantes desequilibrios macroeconómicos. Para conducir a la economía a alcanzar la igualdad entre ahorro e inversión y

entre demanda efectiva y potencial se vuelve clave entender cómo se determina la tasa de interés y cómo ésta puede ser modificada, lo cual Keynes explica con su análisis del mercado monetario.

El economista plantea que los agentes económicos demanda dinero motivados por tres factores; i) la necesidad de realizar transacciones, ii) cubrirse contra imprevistos cotidianos y iii) motivos especulativos. Esta demanda motivada por fines especulativos no había sido considerada por la visión clásica y Keynes la explicaba de la siguiente manera: los agentes económicos optan por conservar en forma líquida parte de su ahorro motivados por la incertidumbre persistente sobre el futuro de las tasas de interés. Si se tienen expectativas de aumento de la tasa, los agentes optarán por conservar al menos una parte de su ahorro en efectivo, dado el riesgo latente de la pérdida asociada a conservarlo en algún instrumento de valor. Para definir estas expectativas los agentes centran su atención en el nivel de la tasa de interés nominal actual y en su previsión de la tasa que consideraban ‘normal’. Cuando la tasa nominal se encontraba por sobre su nivel normal, se forjaban expectativas a la baja de la tasa, mientras que en situaciones en que el nivel observado era menor al normal, esperarían que la tasa subiera.

Finalmente, se llega a una demanda de dinero compuesta por un factor de transacción, un factor de precaución y un factor de especulación. La demanda será proporcional al nivel de precios, dependerá del nivel de ingresos y la tasa de interés y cada elemento que conforma su función tendrá un parámetro de sensibilidad.

Comprendiendo la naturaleza de la demanda de dinero, la teoría keynesiana retoma el análisis de los desequilibrios. Ante estos desequilibrios macroeconómicos generados por el desajuste entre ahorro e inversión, Keynes plantea posibilidad real que sean corregidos mediante el uso de política económica, específicamente, mediante el uso de política monetaria para impulsar condiciones que estimulen la inversión y conduzcan al equilibrio. En esa línea, plantea que la política monetaria es capaz de afectar la tasa de interés, influir sobre la inversión y con esto afectar tanto el nivel de empleo como el nivel de producción de la economía.

A cargo de esta función estará la autoridad monetaria, representada por un banco central con amplio control sobre la oferta monetaria. Cuando el banco incremente la oferta monetaria creará un desajuste en el mercado monetario. Se generará un exceso de tenencia de dinero, las personas buscarán desprenderse del exceso comprando instrumentos de valor, presionarán su precio al alza y, en consecuencia, disminuirán la tasa de interés del mercado. Esta disminución de la tasa generará, primero, un aumento en la demanda de dinero por motivo de especulación y, segundo, un incremento en el nivel de inversión. La expansión de la inversión se traducirá a más empleo, más producción y mayor nivel de ingreso. Este aumento en el nivel de ingreso reforzará el aumento de la demanda de dinero por motivo transacción hasta que el mercado monetario alcance un nuevo equilibrio.

De todas maneras, Keynes deja abierta la posibilidad de que este mecanismo fracase, específicamente bajo dos circunstancias; en primer lugar, el mecanismo de transmisión fallará cuando se esté frente a una situación en la que las tasas de interés actuales estén anormalmente bajas. Dada esta situación, las personas esperarán racionalmente un incremento en las tasas y estarán renuentes a mantener títulos de valor y más dispuestas a mantener efectivo. Este escenario, propicia que cualquier aumento de la oferta monetaria que el banco central implemente, será absorbido por la demanda de dinero de las personas sin efecto sobre la tasa de interés, implicando que la autoridad monetaria pierda control efectivo sobre esta variable. A esta situación Keynes le denominó ‘Trampa de la liquidez’.

La segunda posibilidad de fracaso se da en situaciones en las que la inversión se muestra prácticamente insensible ante variaciones de la tasa de interés. Si bien se esperaría que la inversión aumentara conforme la tasa de interés disminuye, esto no tendría lugar si en paralelo al descenso de tasas cae la Eficiencia Marginal del Capital, es decir, el rendimiento probable de la inversión en bienes de capital a futuro. Esto suele suceder en períodos con alto desempleo puesto que las condiciones productivas se encuentran debilitadas y, en consecuencia, el flujo esperado de ingresos es menor. Bajo este escenario, la sensibilidad a la tasa de interés será menor y la capacidad efectiva de la política monetaria para estimular la inversión tenderá a ser nula.

En conclusión, los principales aportes de la visión Keynesiana a la política monetaria son: i) El libre juego de las fuerzas de mercado no asegura naturalmente el pleno empleo, por lo tanto, es deber de la política económica orientar la economía al nivel de pleno uso de los factores productivos, ii) A diferencia de lo argumentado por la visión clásica, para Keynes el dinero no es neutral, puede afectar las variables reales de la economía por medio de su impacto en la tasa de interés, iii) La demanda total de dinero no es una proporción estable del nivel de ingreso, está relacionada de manera inversa con la tasa de interés del mercado y, por último, iv) Los desequilibrios originados en el mercado monetario tienen efecto directo sobre la actividad económica, los precios dependen de los niveles de empleo y de la tasa de remuneración a los factores productivos, conforme la economía se acerca al pleno empleo, se generarán presiones sobre los precios vía incremento en los costes de producción, luego de lograr el pleno empleo, las variaciones en la oferta monetaria sólo tendrán como efecto una variación proporcional en los precios.

#### **5.2.4 La teoría cuantitativa moderna del dinero**

La teoría cuantitativa moderna del dinero, también conocida como “*Monetarismo*” tuvo su origen durante la década del 50 con el objetivo de poner nuevamente en el centro de la política monetaria la tradición clásica de la teoría cuantitativa. Su principal exponente fue Milton Friedman, quien argumentaba que el avance de la visión Keynesiana de los años 30 había configurado una nueva ortodoxia económica según la cual los precios dependían mucho más de los niveles de empleo y la tasa de remuneración de los factores productivos que del nivel de oferta monetaria y que, mientras existiese desempleo en la economía, los incrementos en la cantidad de efectivo circulante se traducirían en aumentos de la actividad económica y no necesariamente en alzas de precios.

Esta nueva ortodoxia abría la posibilidad de equilibrar un *trade off* entre desempleo e inflación que, posteriormente, se materializó en la década del 60 con los aportes de A. Phillips quien mediante su curva comparó gráficamente el nivel de desempleo con el ritmo de aumento de los salarios. Esta posibilidad de manejar ambas variables les permitía teóricamente a las autoridades de política económica escoger una combinación óptima de baja inflación y bajo desempleo. Esta visión fue ampliamente compartida y ganó innumerables adeptos hasta la aparición de la estanflación de la década del 70 que se presentó como el principal contraste empírico a esta teoría.

Friedman consideraba que este “*trade off*” era simplemente una ilusión. Si bien reconocía que mantener algo de inflación podía generar un impulso al empleo y a la actividad en el corto plazo, el intercambio no era posible de sostener porque tan pronto como las personas formaran sus expectativas respecto al alza de precios, el salario monetario se incrementaría en la misma proporción que la oferta y la inflación perdería toda capacidad para estimular la actividad. Con esto, el académico de Chicago buscó reafirmar la premisa de neutralidad del dinero y renovar la concepción de que la inflación era un fenómeno puramente monetario.

El planteamiento cuantitativista debió ser reformulado con el fin de corregir sus deficiencias para explicar fenómenos de corto plazo. Se recogieron elementos de lo desarrollado por Keynes respecto a la demanda de dinero, reafirmando su dependencia de las tasas de interés. No obstante, se buscó demostrar que, a pesar de esta relación de dependencia, la demanda de dinero se mantenía estable porque sólo de esta forma era factible pronosticar adecuadamente los resultados de cambios monetarios.

El análisis de la demanda de dinero bajo esta visión se hace menos desde la comprensión de los motivos que conducen a las personas a mantener efectivo y más desde el entendimiento de los factores que determinan la cantidad de efectivo que desearán mantener. De esta forma, se trata al dinero como cualquier otro bien duradero, aun cuando, se sigue reconociendo como un bien de capital y no de consumo.

El monetarismo inicia postulando que el dinero, tal y como cualquier otro activo, proporciona un flujo de servicios a quienes lo poseen. Luego define una restricción presupuestaria y los factores que determinarían la demanda. Esta restricción corresponde a la riqueza total de las personas en el momento en que definen la conformación de su cartera de activos. Respecto a los factores explicativos de la demanda, se incorpora; el rendimiento del dinero, el rendimiento de activos sustitutos y los gustos y preferencias del consumidor. Como el dinero no genera un rendimiento monetario per se, su beneficio está en el volumen de bienes y servicios que el efectivo permite adquirir, lo cual implica que al momento de definir la cantidad nominal de efectivo demandada los precios sean un factor clave.

El rendimiento que tienen activos sustitutos depende directamente de la tasa de interés de mercado actual de los activos financieros y se compone tanto por el rendimiento directo por concepto de intereses como por las ganancias de capital derivadas de cambios en los precios de los activos sustitutos.

Los gustos y las preferencias pueden estar influenciados por cambios en la distribución de la riqueza de las personas, la falta de oportunidades para utilizar el dinero y la incertidumbre respecto al futuro.

Con estos antecedentes se esperaría que la demanda de dinero tuviera los siguientes comportamientos:

- Cuanto mayor sea el rendimiento de activos financieros sustitutos, menor será la demanda de dinero.
- Cuanto mayor sea la tasa de variación del nivel general de precios en el tiempo, menor será la demanda de dinero.
- Cuanto mayor sea el nivel de ingreso y/o riqueza, mayor será la demanda de dinero.

La visión monetarista reconoce una relación clara entre cambios en la cantidad de dinero y el ingreso nominal de la economía. Mientras, la visión clásica proponía que variaciones en la oferta monetaria se transmitirían completamente a cambios en el nivel de precios, la visión moderna supone que variaciones en la oferta generan variaciones en el ingreso nominal. De esas variaciones del ingreso nominal, la proporción en la que cambien los precios dependerá de la formación de expectativas de las personas.

En este punto, las expectativas económicas pasan a tener un rol preponderante en la discusión económica y en los mecanismos de transmisión de la política monetaria. La teoría supone que la

conducta de las personas no depende sólo de variables y acontecimientos pasados, sino también de las expectativas que éstas tengan sobre el valor futuro de los activos.

Existen dos visiones importantes relacionadas al concepto de expectativas. Primero, la teoría de las expectativas adaptativas que señala que las personas asumen que el futuro está determinado por el pasado y el presente, lo cual, si se relaciona con la temática de precios, implica que las personas consideran que los precios futuros dependen del estado actual y pasado de estos precios. Y, la segunda visión, formulada con posterioridad y preponderante en la discusión económica vigente, es la teoría de expectativas racionales. Bajo esta se argumenta que suponer que las personas sólo utilizan la información presente y pasada de una variable para formarse expectativas respecto a la misma, implica necesariamente caer en errores sistemáticos toda vez que se prescinde de información disponible y relevante. Debido a esto, resulta más lógico asumir que las personas utilizan siempre del mejor modo posible toda la información disponible para formarse sus expectativas económicas.

La discusión respecto a las expectativas no es intrascendente, puesto que, según el carácter de éstas, el mecanismo de transmisión de la política monetaria tendrá consideraciones y efectos diferentes, los cuales serán explicados a continuación.

#### **5.2.5 Mecanismo de transmisión con expectativas adaptativas**

Cuando la autoridad monetaria aumenta la oferta genera un exceso de liquidez en las personas. Este exceso impulsa a que las personas demanden más bienes y servicios, lo cual expande la demanda agregada y provoca una presión sobre los precios. Aunque estos precios aumenten, las expectativas no lo hacen dado que no han considerado el cambio de política monetaria. El sector productivo considera que sus precios están creciendo en términos relativos, debido a que la mayor demanda sobre sus productos obedece a un cambio en el gusto de las personas. La reacción inmediata es que busquen aumentar su volumen de producción presionando su capacidad productiva actual. Esta decisión implica un aumento en el empleo, pero no en los salarios dado que las expectativas no se han modificado aún. Conforme avanza el tiempo, los productores reconocen un alza generalizada en los precios, los trabajadores presionan por mayores salarios, los costes de producción se elevan, los márgenes de utilidad se reducen, disminuye la producción y el empleo hasta sus niveles originales, en tanto los precios se conservan en niveles más altos. De esta manera, mientras las expectativas no sean afectadas por los cambios de la oferta monetaria, la política monetaria tiene capacidad suficiente para afectar a las variables reales, en caso contrario, el efecto será sólo sobre los precios.

#### **5.2.6 Mecanismo de transmisión con expectativas racionales**

En este caso, cada persona estudia y entiende la política monetaria implementada. Consecuentemente, apenas se adopta una política monetaria expansiva, los agentes adaptan sus expectativas inflacionarias, logrando predecir el comportamiento futuro de los precios. Según esto, cuando la autoridad monetaria eleva la oferta monetaria genera un exceso de liquidez en las personas, que los lleva a demandar más bienes y servicios, expande la demanda agregada y presiona sobre los precios.

Sin embargo, a diferencia del caso anterior, en paralelo al aumento de precios, las expectativas aumentan. De esta manera, el sector privado comprende que la mayor demanda por sus productos deriva de un aumento de liquidez de las personas que también está presionando sobre el aumento de

los costos de los insumos. Por otro lado, los trabajadores presionan por mayores salarios, por lo cual, no existen razones lógicas para que el sector productivo eleve los niveles de producción y empleo. Finalmente, el aumento en los precios elimina la expansión de demanda inicial y restaura el equilibrio en el mercado de bienes y servicios, siendo el alza en los precios lo único permanente y el dinero neutral tanto en el corto como en el largo plazo.

Para finalizar, mientras que en el planteamiento Keynesiano los efectos de política monetaria sobre el mercado de bienes y servicios se producen de manera indirecta mediante los cambios de la tasa de interés, en la teoría moderna, los efectos son transmitidos directamente sobre la DA. De todas maneras, Friedman sigue reconociendo que la política monetaria puede tener algún efecto a corto plazo sobre la tasa de interés. Específicamente, los efectos serían los siguientes:

1. Liquidez: El aumento en la cantidad de dinero produce excesos de liquidez que presionan a la baja de la tasa.
2. Ingreso: Al aumentar el ingreso nominal se eleva la demanda de dinero y la tasa vuelve a su estado inicial.
3. Expectativas: Se eleva la demandas de crédito y reduce las oferta, aumentando la tasa de interés.

La posición Keynesiana y su hegemonía indujo a que los responsables de política económica centraran su acción parcialmente en la búsqueda del pleno empleo, la estabilidad de la actividad económica y el crecimiento. Ante esto, Friedman conservó su argumento de que la política monetaria no podía ser empleada para controlar y/o afectar variables reales. Para él, la política monetaria debía centrarse exclusivamente en crear una base sólida para la expansión de la actividad y para hacerlo, el objetivo de la política monetaria debía ser la estabilidad de precios, permitiendo el crecimiento de la cantidad de dinero sólo de acuerdo al crecimiento esperado a largo plazo del producto de la economía.

### **5.3 Autonomía; estudios asociados**

El concepto de autonomía ha sido ampliamente estudiado desde los años 90. El actual Presidente del BCCh define la autonomía o independencia (suelen ser usados indistintamente) como *“la existencia de normas institucionales que permitan garantizar que la formulación y/o implementación de la política monetaria se efectúe sin interferencia de las autoridades políticas”*. En ese sentido, hay que distinguir entre una autonomía efectiva y una jurídica. El sólo reconocimiento legal de la autonomía de un Banco Central no implica necesariamente una autonomía efectiva en la práctica para formular la política monetaria. La literatura presenta algunas condiciones básicas para que las instituciones gocen de autonomía efectiva:

- i) Independencia financiera, que asegure que puedan disponerse de los recursos humanos y materiales para cumplir si mandato.
- ii) Independencia de nombramiento y permanencia, que asegure un staff de probada y reputada calidad profesional, y un consejo con permanencia fija, que no esté sujeto a remociones arbitrarias por parte del poder ejecutivo o legislativo.
- iii) Independencia en la toma de decisiones, que asegure que el ejecutivo no tenga influencia en las recomendaciones hechas por estas instituciones.

- iv) Adecuada y frecuente rendición de cuentas, para responder así a la responsabilidad encomendada por la sociedad.

Algunos autores proponen distinguir entre dos conceptos de independencia: política y económica (Grilli, 1991). El primero, autonomía política, referida principalmente a la capacidad del Banco Central para seleccionar sus objetivos de política y perseguir la estabilidad monetaria sin presiones políticas o influencias del ejecutivo. Para esto, se puede evaluar quién elige al Consejo, el periodo de los nombramientos, los requerimientos para aprobar una política, etc. El segundo concepto, la autonomía económica, apunta a la capacidad para utilizar instrumentos de política monetaria sin restricciones para lograr un objetivo en particular, en este sentido, se suele evaluar el acceso a crédito que tiene el ejecutivo por parte del Central, entre otros elementos relevantes.

Otros clasificación propuesta en la literatura es entre autonomía orgánica y autonomía funcional:

- Orgánica: Relacionada a las condiciones de nombramiento de los integrantes, duración de los mandatos y condiciones de ejercicio de las funciones.
- Funcional: Definición de misiones y objetivos del banco central en materia de política monetaria.

La materia fue estudiada inicialmente para evaluar el efecto que tenía el grado de autonomía sobre el control de la inflación. En ese sentido, múltiples autores señalan la existencia de una relación directa entre la independencia de un Banco Central y la estabilidad de precios, por lo cual, sin algún grado de independencia sería imposible tener un Banco Central menos favorable a la inflación (Alesina y Summers, 1993). Se establece que el reconocimiento jurídico de la independencia del Banco Central es importante porque permite que los objetivos de dicho organismo tengan una visión de largo plazo (Rosende, 1997) que permita resolver el *problema de la inconsistencia temporal*<sup>9</sup> de la política. Se supondría que el gobierno resultaría incapaz de garantizar la permanencia de una política antiinflacionista básicamente porque está sometido a las tentaciones temporales del ciclo político. En ese sentido, la independencia del Banco Central constituye una suerte de garantía institucional para una política monetaria '*despolitizada*'. Además del problema de inconsistencia temporal, la literatura señala la existencia de dos factores adicionales que harían necesaria la independencia para controlar la inflación. Primero, el conflicto de interés de la autoridad política respecto al financiamiento fiscal. El Banco Central dependiente del gobierno recaudaría para éste el llamado '*impuesto inflacionario*', determinado por la pérdida del valor adquisitivo del dinero con posterioridad a su emisión. Los gobiernos pueden verse beneficiados a corto plazo cuando el déficit se monetiza, ya que logran recursos para hacer frente a sus gastos con un coste menor que la emisión de deuda.

El segundo problema es el sesgo sistemático en las preferencias de la autoridad política por resultados macroeconómicos respecto de los de la ciudadanía en su conjunto (Barro y Gordon, 1983). La autoridad política puede ver rédito electoral significativo en arriesgar inflación por reducción de desempleo. Quienes defienden la teoría monetaria del dinero dicen que la búsqueda del aumento del nivel de empleo vía política es un objetivo quimérico. Una mejora eventual sólo

---

<sup>9</sup> El problema de la *inconsistencia temporal*, analizado por los economistas Kydland y Prescott (1977) indica que las medidas político-económicas que se consideran más adecuadas para el futuro, a menudo pierden eficacia en la práctica, porque las empresas y los particulares ya han adecuado sus expectativas y comportamientos a las medidas por venir, lo que también desanima a los políticos a aplicarlas.

sería una *“ilusión monetaria”* en los asalariados, ilusión que radica en haber confundido el aumento de su salario nominal con un aumento del poder adquisitivo.

El artículo *“La independencia de los Bancos Centrales y su relación con la inflación”* de Helder Ferreira de Mendonca (2005) hace un buen resumen de las principales conclusiones que la literatura especializada hasta ese momento entrega respecto a la materia. Primero, en los países en desarrollo no existe una relación evidente entre la independencia jurídica y la inflación. Segundo, existe una relación positiva entre la vulnerabilidad política del Banco Central y la tasa de inflación. Tercero, los países en los que la autoridad monetaria anuncia sus objetivos han registrado menores tasas de inflación. Cuarto, la independencia jurídica de los bancos centrales no está relacionada con el crecimiento real promedio, aun cuando Barro R (1995) muestra evidencia de que un aumento en la tasa de inflación impacta de manera negativa el crecimiento del PIB real per cápita y de la inversión como porcentaje del PIB. Por último, los bancos centrales que disfrutaban de un alto grado de autonomía no financian los déficits. Adicionalmente, se ha demostrado que, con un Banco Central independiente, con mayor aversión a la inflación que la sociedad, la tasa de inflación se reduce (Rogoff, 1985) y el compromiso con la estabilidad de precios por parte de la institución, reduce tanto el nivel como la volatilidad de estos (Eljffinger y de Haan, 1996).

La corriente monetarista invoca el concepto de responsabilidad y transparencia para exigir independencia de la banca y, aunque Milton Friedman fue el principal exponente de esa corriente, señalaba que no era deseable que en una democracia una institución concentrara tanto poder independiente. Aludía a una *“restricción a la democracia”* para estar en contra de excesiva autonomía. Similar razón utilizó Margaret Thatcher para oponerse a la autonomía de los bancos centrales, argumentando que una institución con ese grado de poder no puede estar al margen del control democrático.

Y es que si bien, la independencia de los Bancos Centrales fue uno de los ejes claves del Consenso de Washington y la ortodoxia neoliberal, siempre ha encontrado detractores. Lo primero es que se plantea que una excesiva independencia sustrae herramientas de acción y control a los gobiernos democráticamente electos. En otras economías los Estados catalizaron el proceso de desarrollo vía definición de tipos de interés como políticas de estímulo a la inversión o a través de ciclos de devaluaciones controladas (Ahumada & Sosdorf, 2017; Solimano, 2017), sin embargo, la excesiva autonomía y una atención exclusiva a la estabilidad de precios limitaría estrategias de ese tipo. Además, esto último puede ser una problemática toda vez que con ella puede prevalecer un sesgo deflacionista que someta a la economía a una pérdida innecesaria de producto y de empleo (Ghalergui, 2019). Inclusive, pueden realizarse intervenciones por debajo del umbral inflacionario que afecta negativamente a la expansión económica, generándose con ellos brechas más amplias entre el crecimiento efectivo y el potencial (Le Fort, 2020)

En otro ámbito, el mito de la independencia del Banco Central consiste en creer inicialmente en la externalidad de la institución ante los conflictos que atraviesan la sociedad, lo que le confiere el estatuto de mediador imparcial (Aglietta, 1992). Se supondría que el Presidente del Banco Central toma decisiones políticas de forma apolítica, ajena a partidismos (Bernanke, 2015) y sin recibir presiones de grupos de interés de la sociedad. El propio, Joseph Stiglitz, Premio Nóbel de Economía, señaló que *“No hay realmente instituciones independientes, todas tienen que rendir cuentas, la cuestión es ante quién”* (Conferencia en India, 2013) y al respecto, Adam Posen (1993, 1995) había postulado la tesis que la oposición del sector financiero a la inflación es una variable fundamental en la determinación de la autonomía de un Banco Central.

Incluso, estudios han cuestionado la manera de medir la independencia y la causalidad de la relación entre autonomía e inflación. Al respecto, las mediciones de la independencia sólo son aceptables si uno está de acuerdo de antemano con los principios teóricos en los que se funda la tesis de la correlación entre independencia y estabilidad de precios. Por lo que, si se aboga por otorgarle la principal prioridad a la estabilidad de precios como parámetro de la independencia y luego se relaciona este cálculo de la independencia a la estabilidad de precios, no debe sorprender que se registre una correlación (Carvalho, 1996). Y, por otro lado, la causalidad de la relación es cuestionada puesto que, la inflación mundial ha tendido a disminuir desde la década del 90, sin que esa caída tenga directa causalidad con los marcos monetarios adoptados (Pérez Caldentey y Vernengo, 2019).

En resumen, la discusión sobre la autonomía de la institución sigue abierta en el escenario internacional, inclusive, algunos medios internacionales se han atrevido a avizorar una reducción significativa en el grado de autonomía actual de las instituciones monetarias del mundo de la mano de cambios en su esquema institucional y replanteamiento de los objetivos de los Bancos Centrales producto de nuevos desafíos económicos que suponen, por ejemplo, la emergencia climática.

#### **5.4 Metas de inflación**

El esquema de metas de inflación se ha posicionado en el mundo como una práctica común y efectiva para que los Bancos Centrales formulen y evalúen su política monetaria. El concepto como tal fue introducido por Barro y Gordon en un artículo publicado en 1983 y, pese a que durante la década del 60 en Chile se ensayó un programa que definía objetivos de reducción de la inflación, su uso formal fue introducido por primera vez en los años 90 por Nueva Zelanda. Resulta que, aunque la mayoría de los países desarrollados habían llevado la inflación a un solo dígito durante ese período, Nueva Zelanda no había alcanzado tal situación y, por el contrario, se encontraba en un peak inflacionario que generó una gran demanda social para controlar y estabilizar la economía. En función de aquello el parlamento votó por la “*Reserva Bank Act*” en 1989. Esta ley establecía un objetivo número formal de cuánto tendría que ser la inflación y, en caso de que el objetivo no se cumpliera, el presidente del Central debía ser despedido. La definición del nivel de inflación objetivo no fue sencilla, pero le correspondió al Ministro del Tesoro, en conjunto con el presidente del Banco Central, la definición de la meta de 2% anual. Los resultados posteriores a la introducción de esta ley (baja inflación, bajo desempleo y buen desempeño económico general) fueron argumentos suficientes para que el esquema de metas de inflación comenzara a ser incorporado de manera generalizada por los Bancos Centrales<sup>10</sup> como una herramienta de la política monetaria.

---

<sup>10</sup> Epstein y Yeldan (2009) le llamaron “Nueva ortodoxia del pensamiento macroeconómico” a esta práctica de adoptar formalmente o de facto una meta de inflación, anunciando un objetivo cifrado de inflación esperada.

En Chile se comenzó a utilizar formalmente mientras Carlos Massad era Presidente del BCCh, cuando se logró estabilizar la inflación en niveles bajos. Desde ahí en adelante, el país ha conservado una meta de inflación de 2% a 4% anual. Tal como se presentó en los antecedentes, no existe una meta de inflación “*óptima*” o común para las economías. Cada Banco Central debe definir cuál es su objetivo de inflación, ya sea definiendo rangos para la meta o una cifra exacta.

Para cumplir con la meta de inflación el Banco Central utiliza principalmente la Tasa de Política Monetaria (TPM). El Consejo del Banco se encarga de discutir, definir y comunicar el nivel de la TPM. Su importancia como herramienta para controlar la inflación radica en que la TPM es la tasa que determina el nivel de la tasa de préstamos interbancarios a un día en operaciones de mercado abierto. Alzas en la TPM, se transmiten a tasas de interés más altas cobradas u ofrecidas por el sistema financiero en depósitos y/o préstamos, de esta manera, los movimientos acordados por el Consejo respecto al nivel de la TPM buscan acelerar o frenar la actividad económica alterando las decisiones de consumo e inversión de la economía.

Por lo general la meta de inflación es fijada para períodos de 4 a 8 trimestres, reconociendo que la inflación no se puede controlar a corto plazo y que la política monetaria actúa con rezagos. Además, la temporalidad utilizada permite ajustar gradualmente la inflación cuando esta se desvía de la meta de tal manera de evitar o minimizar los costos en términos de actividad y producto que implica devolver el nivel de inflación bruscamente a su objetivo. La eficiencia y desempeño de la política monetaria se evalúa según la capacidad en aplicar políticas estabilizadoras contracíclicas y contribución a la estabilidad macroeconómica, normalmente mediante una función de Taylor, que depende de la desviación de la inflación respecto a su nivel meta y de la desviación del producto respecto a su nivel potencial.

Según, De Gregorio (2006) tener una meta de inflación no significa en la práctica que el Banco Central con su política monetaria no considere los costos del desempleo, debido a que la meta de inflación no se intenta conseguir con indiferencia al ciclo económico. Este argumento ha sido utilizado para defender que no resulta necesario incorporar un objetivo de pleno empleo al mandato de la institución puesto que este se encuentra incorporado de manera implícita en el accionar de la institución. Agrega, además, que resulta muy complejo conocer con certeza el nivel de pleno empleo, por lo cual, un excesivo activismo de la política monetaria puede conducir a una tendencia de aceleración inflacionaria y generar un “*trade off*” entre los dos objetivos. En la práctica, resulta más conveniente incorporar cláusulas de escape que permitan desviaciones de la meta en situaciones excepcionales, por ejemplo, cuando la estabilidad financiera se encuentre amenazada.

## **5.5 Medición de la autonomía**

El debate sobre autonomía de los Bancos Centrales tuvo su apogeo durante la década de los 90, sin embargo, inicialmente no se contaba con índices que pudieran medir el grado de autonomía de las instituciones, por lo cual no era posible recurrir a evidencia empírica basada en análisis econométricos respecto a la relación existente entre la inflación de las economías y el grado de autonomía de sus bancos centrales. En función de esa necesidad se fueron desarrollando algunos

índices que cumplieran esta función. A continuación, se hace una descripción breve de los índices más utilizados en la época:

- **Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991):** Elaboraron un índice aplicado sobre gran parte de los países industrializados. El índice tenía una primera parte que se ocupaba de recoger la independencia de las políticas del banco (procedimientos para nombras a los miembros del directorio, duración del mandato, presencia de directrices impuestas para buscar la estabilidad monetaria, etc. ) y una segunda dedicada a evaluar la independencia económica de la institución (deuda máxima del gobierno con el Banco, supervisión del Banco al sistema financiero, etc.).
- **Eijffinger y Schalling (1993):** Este índice incorpora la responsabilidad formal del Banco Central en lo que respecta a política económica, relación entre el Banco Central y el gobierno o parlamento en la formulación de la política monetaria y los procedimientos de nombramiento y remoción (aspecto que es más ponderado que en los demás índices).
- **Cukierman, Webb y Neyapti (1992):** Miden el grado de independencia de iure del Banco Central. Es el índice más completo de los presentados. Se construye con base en 4 grupos de características de la institución; i) Independencia del gobernador o presidente del Banco Central, ii) Objetivos de la institución, iii) Formulación de la política y iv) Limitaciones en préstamos al gobierno. La ilustración 2, presentada a continuación, muestra tanto los grupos, como las características específicas y los ponderadores utilizados para construir el índice.

*Ilustración 2 Parámetros construcción de índice*

<b>1. Independencia del Gobernador (0.20)</b>
1. Duración del cargo (0.25)
2. Quién nombra al gobernador (0.25)
3. Disposiciones sobre el despido del gobernador (0.25)
4. Si el gobernador está autorizado a ocupar otro cargo en el gobierno (0.25)
<b>2. Objetivos (0.15)</b>
1. Objetivos del banco central (1)
<b>3. Formulación de políticas (0.15)</b>
1. Quién formula la política monetaria (0.25)
2. Dirección sobre la resolución de conflictos (0.50)
3. Papel del banco central en la formulación del presupuesto del gobierno (0.25)
<b>4. Limitaciones en préstamos al gobierno (0.50)</b>
1. Limitaciones en anticipos (0.30)
2. Limitaciones en los préstamos de títulos (0.20)
3. Quién decide los términos de los préstamos al gobierno (0.20)
4. Beneficiarios de los préstamos del banco central (0.10)
5. Tipo de límites cuando existen (0.05)
6. Vencimiento de préstamos (0.05)
7. Restricciones a las tasas de interés (0.05)
8. Prohibición de préstamos del banco central al gobierno en el mercado primario (0.05)

*Fuente: Cukierman, Web y Neyapti (1992)*

Para construir este índice, los autores analizan las leyes referidas a la institución monetaria y califican cada una de características presentadas, luego, utilizando los factores ponderadores, calculan un grado de autonomía que se encontrará entre 0 y 1, siendo este último el valor que representa un grado de autonomía máximo.

Se debe reconocer respecto a la construcción de índices de autonomía que son esencialmente subjetivos, tanto en las calificaciones realizadas para cada característica como en los factores

ponderadores utilizados, que asignan peso relativos a ciertas variables basados en los juicios que cada investigador tenga respecto a la importancia de un grupo de variables para demostrar un mayor grado de autonomía de la institución. Pese a eso, el último índice presentado es el más popular e inclusive, una de las últimas y más completas investigaciones en la materia, de Ana Carolina Garriga (2016) de la Universidad de Essex, recurre a este índice para evaluar la relación existente entre el grado de autonomía y la tasa de inflación en un muestra de 182 países (representando diferentes niveles de desarrollo) entre los años 1970 y 2012.

## 6. Metodología

Con la finalidad de abordar los objetivos propuestos se ha optado por utilizar un estudio de casos como metodología de investigación. Ésta suele tener gran aplicabilidad para estudios de carácter sociológico y/o económico como el presente. Según Yin (2018), uno de los principales académicos que ha desarrollado esta metodología, un estudio de casos es un método empírico que investiga un fenómeno contemporáneo en profundidad y dentro de su contexto del mundo real, especialmente cuando los límites entre el fenómeno y el contexto pueden no ser claramente evidente. Con esto se busca comprender un caso del mundo real sin aislarlo de las condiciones contextuales que ayudan a explicarlo.

Podría ser considerado como un caso a una persona, un colectivo, una organización, una política, un proceso o, como ocurre en este estudio en particular, a una entidad.

Una condición necesaria para implementar esta metodología es que el caso esté bien limitado y sea significativo para los objetivos de investigación, lo cual exige que el caso sea construido de tal manera que sea significativo, se evalúe su pertinencia dentro del marco teórico trabajado, se establezcan las fronteras del caso con claridad y se justifique porqué resulta relevante su análisis.

Los estudios de casos en investigación tienen como funcionalidad la revisión, corroboración o corrección de proposiciones teóricas, sin embargo, no conducen a generalizaciones sobre toda una población o universo. Es del todo relevante, que se distinga entre generalidad interna y generalidad externa. Mientras la primera permite generalizar una conclusión sólo al interior del caso, la segunda abre la posibilidad de llevar las conclusiones obtenidas en el análisis del caso hacia fuera de éste.

Según Silverman (1993), VanWynsberghe y Khan (2007) el estudio de casos es una metodología que permite utilizar varios métodos. Esto, bajo la conceptualización de metodología como un enfoque general para estudiar un problema de investigación y método, como técnica específica para recoger datos. Esos métodos podrían ser cuestionarios, revisión de literatura, colaboración expertos, entre otras alternativas (Dawsom, 1997).

Existen diversas tipologías según el criterio que se aplique para su clasificación. Según Yin (2009), existen cuatro posibles diseños para los estudios de casos:

- Tipo 1: diseños para un solo caso, considerando holísticamente como una sola unidad de análisis.
- Tipo 2: diseños para un solo caso, pero con subunidades de análisis contenidas dentro del caso.
- Tipo 3: Diseños para múltiples casos, considerando cada uno de ellos holísticamente.
- Tipo 4: diseños para múltiples casos, pero conteniendo cada uno de ellos subunidades.

Cada uno de estos podría ser de carácter explicativo, exploratorio y/o descriptivo.

Flyvbjerg (2013) propone otra taxonomía:

- Caso extremo: Obtener información sobre casos inusuales, que pueden ser en especial problemáticos o especialmente buenos en un sentido más definido. Comprender los límites de las teorías existentes y desarrollar nuevos conceptos, variables y teorías que sean capaces de dar cuenta de los casos desviados.
- Variación máxima de casos: Obtener información sobre la importancia de diversas circunstancias para el proceso y el resultado del caso; por ejemplo, de tres a cuatro casos que son muy diferentes en una dimensión de tamaño, forma de organización, ubicación, presupuesto, etc.
- Casos críticos: Para lograr información que permita deducciones lógicas del tipo, *‘Si esto (no) es válido para este caso, entonces se aplica a todos (no) casos’*.
- Casos paradigmáticos: Desarrollar una metáfora o establecer una escuela para el dominio que concierne al caso.

En tanto, Coller (2005) los clasifica según el criterio utilizado, por ejemplo, según lo que estudia (objeto o proceso), según la naturaleza del caso, según el uso del caso, e inclusive, según el número de casos seleccionados.

Las principales fases que puede adoptar un estudio de caso según Yin (2018) y Coller (2005) son:

1. Definición de objetivos y pregunta de investigación
2. Revisión de literatura; desarrollo de marco teórico, determinación de los principales parámetros de análisis y los métodos más adecuados.
3. Elección de casos en función del marco teórico, las preguntas de investigación y los objetivos del proyecto. Cabe destacar que la definición del número de casos debe evaluarse en función de la profundidad con la que cada caso exige ser abordado. Menor cantidad de casos permiten profundizar más en sus particularidades, sin embargo, incorporar una mayor cantidad de casos ofrece la posibilidad de comparar elementos relevantes entre ellos. Finalmente, todo dependerá del objetivo que busque el investigador.
4. Construcción del caso; justificación de su elección y presentación de los parámetros o características más relevantes del caso.
5. Toma de datos, tabulación y compilación de los mismos.
6. Análisis, interpretación y redacción del informe.

Finalmente, Del Rincón y Latorre (1994) indican que el verdadero poder del estudio de casos está en generar hipótesis y descubrimientos. Esta metodología tiene la capacidad de ampliar la comprensión de fenómenos desde la excepcionalidad y/o especificidad de cada caso. Sus conclusiones serán útiles en la medida que los casos sean transferibles, es decir, tengan aplicabilidad en situaciones similares.

Concretamente en este proyecto de investigación se ha optado por analizar descriptivamente múltiples casos que puedan ofrecer elementos comparativos relevantes, particularmente, en aspectos relacionados a historia institucional, objetivos, autonomía y gobernanza. Se han seleccionado 3 casos específicos; Sistema de la Reserva Federal, Banco Central de la República Argentina y Banco de Reserva de Nueva Zelanda. Cada uno de estos Bancos será posteriormente contrastado con la historia monetaria y el diseño institucional del Banco Central de Chile. Adicionalmente, se ha incorporado una última sección que presenta múltiples ejemplos de cómo diferentes bancos

centrales han ido incorporando en su marco de implementación de política monetaria la crisis climática, particularmente, en el caso de lo realizado por el Banco Central Europeo en esta temática.

La selección de cada caso respondió a criterios específicos, detallados a continuación:

El caso del Banco de Reserva de Nueva Zelanda se seleccionó por las siguientes razones; al igual que en el caso del BCCh, su última carta orgánica data desde 1989 y en ella se introdujeron elementos muy similares a los que contiene la Ley Orgánica vigente del BCCh, con una efectividad bastante comparable. El segundo elemento que ha motivado la elección de este caso es el amplio mandato que posee el Banco de Reserva de Nueva Zelanda y la posibilidad de coordinación de la política monetaria con lineamientos generales de política económica que conduzca el gobierno de turno. Finalmente, el caso neozelandés gana relevancia por ser uno de los últimos Bancos centrales que ha transitado un proceso de reformas sustantivas en su institucionalidad, lo cual puede sentar un precedente claro de cuál es la dirección en la que está avanzando la política monetaria en el mundo capitalista moderno y, por lo tanto, servir como ejemplo para el desafío institucional de Chile en lo que respecta a su Banco Central.

Como segundo caso se seleccionó al Sistema de Reserva Federal de Estados Unidos, principalmente por su larga tradición con una estrategia de política monetaria efectiva en sostener la estabilidad macroeconómica de la nación, por ser un fiel representante de la disputa intelectual de la visión monetarista y keynesiana de política monetaria, por mantener un mandato dual que incorpora el pleno empleo como un objetivo a la par de la estabilidad de precios y, finalmente, por representar un sistema de política monetaria gradualmente descentralizado.

El último caso específico seleccionado fue el del Banco Central de la República Argentina. Su elección responde especialmente al deficiente desempeño que la política monetaria de este país ha mantenido durante la última década en lo que respecta a control de la inflación, con un mandato muy amplio, menos centrado en la estabilidad de precios y más en aspectos económicos estructurales. Además, es un buen ejemplo de las consecuencias que puede tener reducir significativamente el grado de autonomía efectiva de una institución monetaria mediante, por ejemplo, la posibilidad formal de financiar déficit fiscal vía emisión monetaria. Finalmente, es interesante analizar el caso argentino puesto que el diseño institucional original y, aunque en menor grado también el actual, del B.C.R.A responde a un contexto y la predominancia de una visión económica heterodoxa muy asentada en la región latinoamericana y con rasgos característicos de política monetaria que vale la pena analizar.

La última sección incorporada dentro del estudio corresponde a la relación existente entre bancos centrales y la crisis climática actual. La razón que subyace a la decisión de incorporar esta sección es entregar una visión de futuro de la política monetaria, menos centrada en discusiones clásicas sobre inflación y empleo y, por el contrario, más enfocada en el rol que la política monetaria y los bancos centrales pueden cumplir en el combate contra la crisis climática, profundizando en los instrumentos disponibles para aquello, en los problemas que subyacen a centrar la política monetaria en objetivos medioambientales y en ejemplos prácticos, como el del Banco Central Europeo, de acciones implementadas en la materia. La idea es que con esto se puedan identificar elementos que valga la pena considerar en el diseño constitucional del Banco Central de Chile, entendiendo que éste tiene el deber de responder más a un contexto futuro que a fenómenos de la contingencia actual.

## **7. Desarrollo de casos de estudio**

### **7.1 Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos**

La economía estadounidense cuenta con una de las instituciones monetarias más longevas y con mejor desempeño macroeconómico general de la economía global. Pese a que el diseño institucional de la Reserva Federal comparte características comúnmente aceptadas por la visión contemporánea de la política monetaria, también presenta elementos distintivos que han sido útiles como ejemplos a seguir por instituciones en la última década y que, por tanto, podrían serlo de cara a eventuales modificaciones del BCCh. En consecuencia, esta sección pretende entregar una completa descripción de las principales características del Sistema de Reserva Federal, atendiendo particularmente elementos referidos a gobernanza, objetivos, instrumentos y desarrollo histórico de la institución que permitan expandir el abanico de alternativas a disposición de los responsables de modificaciones el diseño del BCCh.

#### **7.1.1 Gobernanza y orgánica**

En términos generales la Ley de la Reserva Federal proporciona un sistema de banca central con 3 características principales; i) una junta de gobierno central, ii) una estructura operativa descentralizada y iii) una combinación de características público – privada. El sistema desempeña 5 funciones generales con el fin de promover el eficaz funcionamiento de la economía estadounidense y, de esta manera, promover el interés público de la nación. Las funciones a realizar por la FED son:

- Llevar a cabo la política monetaria de la nación para promover el empleo máximo, precios estables y tasas de interés moderadas a largo plazo.
- Promover la estabilidad del sistema financiero y busca minimizar y contener los riesgos sistémicos.
- Promover la seguridad y solidez de las instituciones financieras individuales.
- Fomentar la seguridad y eficiencia del sistema de pago y liquidación.
- Promover la protección del consumidor y el desarrollo de la comunidad.

Para desarrollar estas funciones el Sistema de la Reserva opera con una división geográfica de 12 distritos (Nueva York, Boston, Filadelfia, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, St. Luis, Minneapolis, Kansas city, Dallas y San Francisco), cada uno de ellos con un Banco de la Reserva propio, que opera con un grado parcial de independencia, siempre bajo la supervisión de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal. El argumento subyacente que apoya esta estructura es que se reconoce que la formulación eficaz de la política monetaria requiere coordinación y coherencia interna en el sistema, pero también conocimiento e información sobre las diferencias distritales.

El Sistema tiene como órgano rector a una Junta de Gobernadores en Washington, designada por el Presidente, con el consentimiento del Senado y los bancos y sucursales de la Reserva Federal. La Junta se compone por 7 miembros, designados por períodos de 14 años. Los miembros son sustituidos escalonadamente. Tanto Presidente como Vicepresidente de la Junta también son nombrados por el Presidente ratificados por el congreso por períodos de cuatro años.

A nivel distrital, cada uno de los 12 bancos tiene una junta directiva compuesta por 9 miembros. Es factible que bancos comerciales sean miembros del Sistema de la Reserva y elijan 6 directores. Los

3 restantes son elegidos por la Junta de Gobernadores central. Cada año la Junta designa un Presidente y un Vicepresidente entre sus directores.

Estos bancos tienen por misión encargarse de supervisar y examinar los bancos miembros del distrito, conceder préstamos a instituciones depositarias para asegurar liquidez en el sistema financiero, proporcionar servicios financieros claves y examinar ciertas instituciones financieras.

Paralelamente a las actividades de la Junta y sus bancos, existe el Comité de Mercado Abierto Federal (FOMC) a cargo de definir la política monetaria nacional. Este organismo toma todas las decisiones asociadas a la conducción de operaciones de mercado abierto que afecten la tasa de fondos federales, el tamaño y la composición de los balances de activos de la FED y las políticas de comunicación con el público sobre el potencial curso de la política monetaria.

Este organismo está compuesto por 12 miembros con derecho a voto. Siete de estos cupos son utilizados por los miembros de la Junta de Gobernadores, uno es destinado al Presidente de la Reserva Federal de Nueva York y los restantes 4 son tomados por algunos de los 11 Presidentes distritales que rotan anualmente.

Por ley, el FOMC debe determinar su propia orgánica, consecuentemente existe una regla implícita por la cual el Presidente de la Junta de Gobernadores suele ser electo como presidente del FOMC y el Presidente del Banco de Nueva York como Vicepresidente de este comité.

### **7.1.2 Objetivos del Sistema**

Comprendida la estructura orgánica del Sistema de la Reserva es pertinente abordar los objetivos generales que persigue la FED. La Ley de la Reserva define como objetivo general que la institución debe perseguir el empleo máximo, la estabilidad de precios y la moderación de la tasa a largo plazo. Concretamente, se establece que *“La Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal y el Comité Federal de Mercado Abierto mantendrán un crecimiento a largo plazo de los agregados monetarios y crediticios acordes con el potencial de la economía a largo plazo para aumentar la producción, a fin de promover eficazmente las metas de máximo empleo, precios estables y tipos de interés moderados a largo plazo”*. Lo anterior implica un mandato explícitamente dual que, por lo general, suele ser operacionalizado teniendo como premisa lograr un determinado crecimiento del PIB, sin una excesiva inflación.

La dualidad de su mandato es uno de los elementos diferenciadores de esta institución. En este caso inflación y empleo poseen el mismo estatus como objetivos y, por ende, la política monetaria debe ser diseñada de tal manera que atienda a ambos con igual preocupación. Cabe destacar que un mandato más amplio va acompañado necesariamente de una dotación más amplia de instrumentos que permitan atenderlos. Estos instrumentos serán analizados con posterioridad.

La dualidad del mandato supone un claro desafío a la hora de equilibrar los niveles objetivos de variables macroeconómicas tan relevantes como la inflación y el empleo. En el caso de la FED, tradicionalmente se ha seguido la siguiente regla práctica; cuando la economía de Estados Unidos opera con niveles de crecimientos bajos y sin presiones inflacionarias, se aplica una política expansiva, mientras que sí se avizora un sobrecalentamiento de ésta, la política aplicada tiene un carácter restrictivo. Esta lógica se sustenta en la regla de Taylor propuesta por el economista estadounidense John B. Taylor que proponía que cuando la inflación estuviera por encima del objetivo o la producción se encontrara por encima de su nivel potencial, el banco central debiera subir su tasa de interés referencial a corto plazo para frenar el calentamiento de la economía. En el

caso contrario, si la inflación no supera la tasa objetivo y la producción está por debajo de su potencial, se debiera bajar la tasa de referencia de corto plazo para estimular la economía. Esta regla en teoría permite tener cierto control sobre estas dos variables económicas y da la capacidad a los bancos centrales de interactuar con la economía, adaptando su estrategia de política monetaria a los niveles de producto e inflación observados y esperados.

### 7.1.3 Historia institucional

El origen del Sistema de la Reserva Federal se remonta a inicios del Siglo XX. La institución se creó inicialmente bajo la necesidad de dotar a la economía de una moneda elástica y de movilidad de reservas que sirviera para afrontar quiebras bancarias extendidas por el territorio nacional que generaban shocks financieros riesgosos tanto para el sistema financiero como para la economía en general.

Estos pánicos financieros ya habían sido comunes durante el siglo anterior. La mayoría seguía un patrón similar; todo comenzaba con rumores sobre un eventual colapso bancario que minaba la confianza sobre el sistema financiero en su conjunto e incentivaba a que el público corriera a retirar sus fondos del sistema. La consecuencia directa era una falta de liquidez para atender la demanda del sector y, poco tiempo después, quiebras generalizadas de bancos. Esto había motivado en dos oportunidades intentos para crear una institución monetaria que pudiera proteger el sistema financiero. El primero de estos intentos se desarrolló poco años después de la independencia. Fue encabezado por Alexander Hamilton quien en la época actuaba como Secretario del Tesoro de Estados Unidos y que buscó diseñar una institución monetaria acorde a los aportes económicos de obras clásicas de Adam Smith, David Ricardo y David Hume, además, de seguir la referencia institucional del Banco de Inglaterra. Pese a que ambos intentos llegaron a concretarse, no lograron consolidarse en el tiempo y al cabo de unos años las institución desaparecieron por falta de apoyo en el congreso.

El tercer intento estuvo precedido por el shock financiero de 1907. Cuando éste ocurrió, John Pierpont Morgan, figura preponderante de la banca, lideró esfuerzos para paliar la crisis, designando un comité de banqueros que tendrían como principal tarea auditar a las instituciones financieras con problemas y definir sus necesidades de capital. A esta iniciativa se le sumó el Secretario del tesoro George Cortelyou, quien viajó a Nueva York para acordar acciones conjuntas con Morgan que permitieran rescatar al sector e impulsar la recuperación de la economía. Cuando la crisis dio un paso atrás, el Presidente Theodore Roosevelt agradeció públicamente a *“aquellos hombres de negocios considerables y conservadores quienes han actuado en esta crisis con sabiduría e interés público”*. De esta manera Roosevelt agradecía a Morgan por haber actuado como un banquero central proveyendo confianza al público mientras administraba liquidez al sistema, evitaba la interrupción del crédito y limitada la contaminación de la crisis a otros sectores de la economía real.

Con este antecedente, en 1908 el congreso decidió crear una comisión monetaria, respaldada por banqueros y hombres de negocios de la época, encargada de elaborar un estudio de cambios al sistema financiero.

Luego de 3 años desde su creación, el senador Aldrich expuso en Washington su plan de reforma a las instituciones financieras. El plan consistía en la creación de una banca central llamada *National Reserva Association* con sucursales en todo el país, capacitadas para emitir y proveer dinero y re – descontar papeles comerciales de bancos miembros. Su administración y control recaería en una junta de directores, conformada en su mayoría por banqueros prominentes. El proyecto recibió un

amplio rechazo del sector demócrata, quienes no veían con buenos ojos que la banca central estuviera bajo control exclusivo del sector privado. En consecuencia, la discusión no condujo a resultados concretos y la creación de una institución monetaria fue aplazada al menos hasta 1913. Durante este año, el candidato demócrata Woodrow Wilson ganó las elecciones presidenciales y reabrió el debate en torno a la banca central, encargando a Carter Glass, jefe de la comisión de Banca y Finanzas, dictaminar un nuevo plan sobre la materia.

La principal diferencia de este plan estaba en que se agregaba la figura de una Junta Central, bajo control del gobierno que coordinaría los trabajos de los bancos miembros del sistema. Finalmente, fue el congreso quien, encabezado por Frank Valderlip, diseñó el plan que resultaría en el Sistema de la Reserva Federal. Este plan incorporaba un banco central con 12 sucursales en el país, controlado por el gobierno federal con capacidad para emitir monedas respaldada en activos comerciales y reservas en oro. De esta manera, al cabo de unos meses, por medio de la Ley de la Reserva Federal se creaba el sistema que obligaba a todos los bancos a adherirse a éste. Según uno de los autores de la Ley, Robert Latham Owen, la Reserva se establecía para *“proveer un medio para detener los pánicos periódicos que cimbran a la república estadounidense y le causan enorme daño”*.

De este modo, el objetivo fundamental inicial para la FED era preservar la estabilidad financiera de la economía, evitando pánicos y supliendo las necesidades de liquidez del sistema mediante la ventanilla de re – descuento.

### **7.1.3.1 La Gran Depresión**

El primer gran desafío monetario de la FED fue la gran depresión iniciada en 1929. La respuesta monetaria recibió fuertes críticas, particularmente porque la Reserva Federal optó por incrementar la oferta monetaria en aquellos momentos en los que la actividad empresarial y las presiones al alza sobre los precios eran mayores, es decir, la política monetaria fue procíclica. En resumen, el accionar de la Reserva tendió a aumentar la volatilidad de la actividad y de los precios. Según esto, aunque la FED entregó liquidez al sistema, tuvo una débil respuesta en la posterior recuperación económica. Esta experiencia tuvo importantes ramificaciones, puesto que se asumió que la mediocre respuesta monetaria se debió particularmente a la existencia de marcos intelectuales y económicos propios de las tendencias de principio del Siglo XX, inadecuados para dar respuesta efectiva a la magnitud de esta crisis.

Los principales cambios derivados de la crisis se generaron a nivel de objetivos y estructura del sistema. Respecto a lo primero, el alto desempleo durante la Gran depresión y el posterior temor del resurgimiento de una Segunda Guerra consagró el mantenimiento del pleno empleo como un objetivo de primera importancia dentro de la política macroeconómica. Aunque, formalmente la FED incorporó este objetivo en 1977 junto a los precios estables como parte del mandato dual de la institución, la legislación de posguerra ya apuntaba en esa dirección. Para respaldar este nuevo enfoque, centrado en el empleo, se modificó el marco intelectual en el cual estaba inmersa la política monetaria. Con este fin, se prestó mucha más atención al desarrollo de teorías macroeconómicas de intelectuales como Knut Wicksell, Ralph Hawtrey y John Maynard Keynes, quienes con sus aportes sentaron las bases para comprender cómo la política monetaria podía jugar un papel clave en el nivel de actividad, el empleo real y las fluctuaciones cíclicas.

Sumado a lo anterior, los responsables de las políticas económicas reconocieron la necesidad de reformas para mejorar la toma de decisiones y la estructura de la Reserva. De esta manera, en 1935

se introduce la Banking Act que fortalece la independencia legal de la Reserva y permite un control central más sólido por parte de la Junta. Adicionalmente, se crea el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC), dando una mayoría absoluta a miembros de la Junta en el Comité y retirando de la Junta a la Secretaria del Tesoro. Pese a esto, de facto el Tesoro continuó ejerciendo considerable influencia en la política monetaria, específicamente, utilizando herramientas para respaldar el financiamiento de conflictos bélicos. Sólo desde 1951, tras un acuerdo explícito de la FED con el tesoro, se consigue recuperar una independencia efectiva para definir la política monetaria del país.

Estas modificaciones institucionales permitieron que la FED mantuviera una inflación baja y estable sin pérdidas excesivas de producto durante gran parte de la década del 50 y 60. Sin embargo, a mediados de los sesenta, la inflación comenzó a escalar, en gran parte porque los responsables de las políticas económicas fueron demasiado optimistas respecto de la capacidad de la economía para sostener un crecimiento rápido sin inflación. Se fue generando una visión de la política monetaria que asociaba los cambios en la inflación a factores más estructurales de la economía y que reconocía que los beneficios de una inflación baja no siempre justificaban los costes en términos de productos necesarios para lograrla.

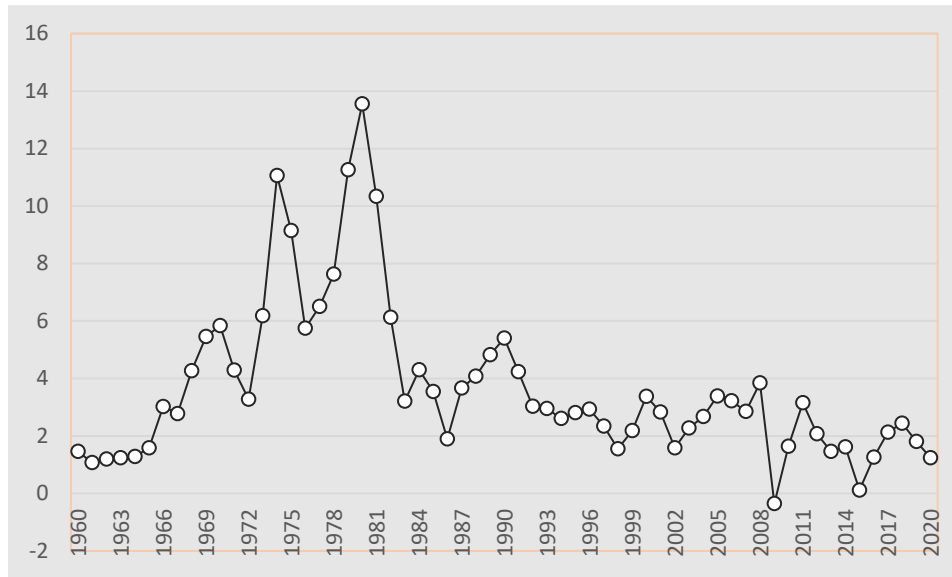
### **7.1.3.2 La Gran Moderación**

Esta visión más Keynesiana contrastaba plenamente con la visión monetarista de Friedman que comenzaba a ganar más adeptos en los círculos académicos y económicos del país. Para el economista de la escuela de Chicago Milton Friedman, ‘*la inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario*’, y así lo entendió Paul Volcker, quien en 1979 asumió como nuevo Presidente de la Reserva Federal, incorporando esta visión monetarista en el centro de la formulación de la política monetaria de la FED.

El cambio en el marco conceptual de la política monetaria tuvo como consecuencia directa que la acción de la FED estuviera mucho más centrada en asegurar la estabilidad de precios en el mediano y largo plazo. Además, se mejoró en la comprensión de la importancia que tiene la credibilidad del banco como medio para proveer un anclaje a las expectativas inflacionarias del sector privado. Ambos elementos implicaron que el mandato dual fuera reinterpretado, considerando el logro en la estabilidad de precios como la principal contribución que la FED puede hacer para garantizar las condiciones necesarias para el máximo empleo sostenible.

Los cambios introducidos fueron cimentados en el desarrollo intelectual de conceptos como la tasa natural de desempleo, las expectativas racionales, el problema de la inconsistencia dinámica, la autonomía de la banca central y las metas de inflación. En conjunto, el rol de la política monetaria en la FED fue reformulado desde la década de 1980, logrando un claro éxito en la concreción de su mandato hasta el año 2007, con una inflación que no llegó a superar el 6% anual (véase gráfica 3). Adicionalmente, se prestó una creciente atención a la comunicación y la transparencia como factores explicativos de la efectividad del logro de los objetivos, ejemplo de esto, es que desde 1994 el FOMC finalizó cada una de sus reuniones con emisiones de comunicados.

*Ilustración 3 Inflación anual Estados Unidos*



*Fuente: Elaboración propia, datos del Banco Mundial.*

### **7.1.3.3 La Gran Recesión**

Luego de décadas de un óptimo desempeño de la Reserva en lo que respecta a la estabilidad macroeconómica, la economía estadounidense y la economía global en su conjunto sucumben frente a la crisis financiera de 2008 que deriva en una gran recesión global. Las anteriores crisis habían dejado como principal lección que una gran inestabilidad financiera puede causar fuertes daños a la economía en su conjunto. Esto implicó que todo banco central que quisiera sostener un buen desempeño macroeconómico entendiera que tenía como obligación considerar los riesgos asociados a la estabilidad del sistema financiero en la formulación de su política monetaria. Con la crisis de 2008, el marco intelectual de la política monetaria en la FED vuelve a centrarse, tal como había sido en sus orígenes, en la prevención de pánicos financieros. Además, se comprendió que no bastaba con socorrer al sector financiero en períodos de crisis, sino que también era necesario prevenir estos shocks e impulsar posteriormente la recuperación del sistema. Estos elementos fueron claves para adoptar un enfoque macroprudencial, en el cual la estrategia de política monetaria debía incorporar la vigilancia, supervisión y regulación del sistema financiero frente a riesgos sistémicos.

Desde este punto, el marco de política monetaria siguió enfocado en preservar la credibilidad frente a los agentes económicos para anclar expectativas, pero también reintrodujo una visión equilibrada de su mandato dual, buscando sostener niveles de empleos sostenibles sin una excesiva inflación. En términos prácticos, lo anterior se tradujo en la estimación de una tasa normal de desempleo cercana en torno a 5% - 6%, dada una tasa de inflación promedio de 2%.

### **7.1.4 Actualidad de la FED**

Durante noviembre de 2019, previo a la crisis sanitaria del COVID-19, la FED había anunciado que durante 2020 realizaría una revisión del marco de política monetaria vigente para su mandato dual. Este tipo de procesos son comunes para las instituciones monetarias a tal punto que algunos bancos como, por ejemplo, el Banco de Canadá, lo realiza periódicamente cada 5 años. Durante este proceso las autoridades monetarias revisan principalmente la estrategia y metas para sus objetivos,

los instrumentos utilizados en la implementación y sus políticas de comunicación y rendición de cuentas. De esta manera, el análisis se puede esquematizar a través 3 grandes áreas de revisión, detalladas en la figura presentada a continuación:

*Ilustración 4 Áreas de revisión FED*



Fuente: Banco de España.

#### 7.1.4.1 Estrategias

La existencia de un límite inferior efectivo para los tipos de interés limita, ante la eventualidad de shocks de gran magnitud, la capacidad estabilizadora de los instrumentos convencionales de política monetaria. Junto a esto, se ha observado en la década reciente un aplanamiento de la curva de Phillips, es decir, se ha constatado una menor sensibilidad de los precios a los movimientos en la tasa natural de desempleo, lo que teóricamente permitiría que, dadas unas expectativas inflacionarias, la FED pudiera alcanzar su objetivo de máximo empleo sostenible sin provocar fuertes ajustes de la tasa de inflación. Esto derivó en una discusión sobre estrategias que permitan responder a shocks severos que conduzcan a períodos prolongados de inflación bajo el objetivo. Con este fin se propuso una estrategia conocida como *“Price – level Targetting”* en la que se anuncia una senda objetivo para el nivel de precios, de modo que períodos de inflación por debajo/encima de la tasa coherente con la senda objetivo se compensen a posteriori con inflaciones más/menos elevadas que permitan retomar la senda de precios anunciada. Esta senda podría ser formulada en términos de una tasa de inflación promedio calculada para un períodos de varios años. Alternativamente, se podría fijar un objetivo para el nivel de precios sólo mientras dure un episodio de ELB y hasta que la inflación media vuelva al objetivo, configurándose de esta manera una estrategia *“Price – level Targetting”* temporal.

Otra opción analizada para incorporar a las estrategias de la FED ha sido limitar el período que se considera para los niveles de inflación anunciados, buscando evitar aumentos excesivos de inflación, particularmente para casos cuando los agentes tengan expectativas adaptativas o el banco cuenta con un bajo nivel de credibilidad.

#### 7.1.4.2 Instrumentos

Respecto a la revisión de los instrumentos se ha hecho hincapié en el análisis e incorporación formal de medidas no convencionales que fueron implementadas a consecuencia de la restricción que suponía la ELB y la crisis de 2008. Estas medidas no convencionales son declaradas como tales pues se alejan del objetivo de estabilidad del nivel de precios y se acercan a objetivos alternativos relacionados a la tasa de crecimiento del PIB o la preservación de la estabilidad financiera de la economía. Se han categorizado bajo el concepto “no convencionales” medidas tales como; políticas de cero tipo de interés, políticas de tasas de interés negativas, relajación crediticia, flexibilización cuantitativa, orientación sobre política monetaria e intervención ilimitada en el mercado de divisas y valores.

En el caso concreto de la FED, con motivo de la crisis financiera y el problema del ELB, el sistema incorporó en la última década publicaciones de orientaciones sobre el curso de la política monetaria (Forward Guidance) y programas de compra a gran escala de activos financieros (Quantitative Easing). Ambos instrumentos actúan directamente sobre los tipos de interés a medio y largo plazo. En el caso de las políticas de Forward Guidance; orientan las expectativas de los agentes económicos sobre la evolución de los tipos de interés a más corto plazo bajo control directo de la FED. En tanto, los programas de Quantitative Easing; actúan reduciendo las primas de riesgo de los activos adquiridos y sus sustitutos cercanos. Este último programa se materializa por medio de compras del sector corporativo, compras del sector público, compras de valores respaldados por activos y compras de bonos garantizados.

La experiencia demuestra que estas medidas no convencionales permitieron suavizar la restricción impuesta por el problema del ELB, logrando efectos significativos sobre los tipos de interés a largo plazo, la inflación y el crecimiento. En virtud de lo anterior, mantener estos instrumentos a disposición de la FED y explorar otras alternativas como, por ejemplo, las “*facilidades permanentes*”<sup>11</sup> han tomado fuerza como alternativas factibles de implementar en el período de revisión.

#### 7.1.4.3 Comunicaciones y transparencia

El último aspecto que ha sido sometido a evaluación es el área de comunicaciones de la FED. Desde 2007 hasta la fecha se han introducido cerca de 13 modificaciones de relevancia, las cuales son detalladas en la tabla 1 presentada a continuación. Respecto a esta materia, quizás el avance más importante está en la flexibilidad y el nivel de detalle que ha adquirido la comunicación de la FED. Actualmente se informan al público indicaciones sujetas a condiciones macroeconomicas que varían en el horizonte temporal de la política monetaria y, por lo tanto, permiten prever en qué direcciones se moverá la política monetaria según estas nuevas condiciones. Para ejemplificar, la FED puede definir que los tipos de interés se mantendrán cercanos a cero siempre y cuando la tasa de desempleo se mantenga por encima de 6,5% y la inflación se comporte de acuerdo a lo previsto. Por último, se ha aumentado el grado de transparencia de la política monetaria, por ejemplo,

---

<sup>11</sup> Bajo el concepto de facilidades permanentes se encuentra la “*facilidad marginal de crédito*” que abre la posibilidad a los bancos de obtener liquidez en un día de los BCN a cambios de activos de garantía suficiente y la “*facilidad de depósito*” que consiste en incorporar un tipo de interés que reciba aquel banco que decida dejar dinero depositado en un BCN.

incorporando en las declaraciones trimestrales metas de largo plazo y todo el fundamento que acompaña tanto las proyecciones como las decisiones adoptadas por la Junta y el Comité y generando conferencias de prensa trimestrales y publicaciones de todas las actas de las reuniones del FOMC. En definitiva, el marco de política monetaria de la FED ha evolucionado reflejando avances del pensamiento económico y cambios en el entorno de la política, acercándose a una estructura que une la definición de política monetaria más directamente con la perspectiva económica, con un enfoque basado en proyecciones con horizontes temporales acotados.

**Tabla 1 Desarrollos en la política de comunicación de la FED.**

Fecha	Acción
nov – 2007	Publicación del primer informe trimestral de proyecciones (SEP), como un anexo a las actas de la reunión del Comité de Política Monetaria (FOMC). Se incluyen el rango y la tendencia central de las proyecciones individuales de los miembros del FOMC para los tres próximos años de crecimiento del PIB, inflación y desempleo.
feb – 2009	Se añaden proyecciones de largo plazo al SEP.
abr – 2011	Inicio de ruedas de prensa trimestrales; la publicación del SEP coincide con las ruedas de prensa.
nov – 2011	Cuantificación del balance de riesgos y de nivel de incertidumbre alrededor de las proyecciones.
ene – 2012	Primera declaración anual sobre objetivos y estrategia de política monetaria de largo plazo. El FOMC especifica numéricamente el objetivo de inflación del 2%. Se añaden al SEP las proyecciones individuales de los miembros del FOMC sobre la senda de tipos de interés.
sept – 2014	Comunicado sobre los planes y principios de normalización del tipo de interés de los fondos federales
sept – 2015	Se añade la mediana de las proyecciones individuales al SEP.
dic – 2015	Nota complementaria sobre implementación de la primera subida de tipos desde la crisis.
ene - 2016	El FOMC clarifica que el objetivo de inflación es ‘simétrico’
abr – 2017	Publicación de <i>fan charts</i> , que muestran el error de predicción alrededor de la mediana.
sept – 2017	Anexo a los planes y principios de normalización.
ene – 2019	Celebración de ruedas de prensa tras cada reunión del FOMC, en lugar de una vez al trimestre. Comunicado adicional que confirma que la FED seguirá operando el sistema actual de reservas abundantes.
mar – 2019	Comunicado sobre la normalización del balance bancario coherente con el sistema de reservas abundantes

*Fuente: Elaboración propia, información Banco de España.*

## 7.2 Banco Central de la República Argentina

La historia de Latinoamérica con la inflación se ha escrito durante décadas. Prácticamente no existe país en la región que no haya padecido persistentes y extremos episodios inflacionarios en su historia reciente, derivados comúnmente de una indisciplina monetaria puesta a disposición del financiamiento de déficits fiscales. Aun cuando, de la mano de mayores grados de autonomía y regímenes de metas de inflación, la mayoría de los países que conforman la región ha logrado sostener cierta estabilidad en el nivel de precios, tanto Venezuela como Argentina, lejos de dejar atrás esta problemática, la han profundizado durante los últimos años, llegando, en el caso venezolano, a niveles extremos tales que han contribuido profusamente en el desarrollo de una crisis humanitaria regional.

En esta sección en particular, se analizará el diseño institucional del Banco Central de la República Argentina (B.C.R.A), desde un punto de vista histórico, haciendo especial hincapié en su autonomía, objetivos, instrumentos, gobernanza y los elementos históricos que permitan explicar el diseño de la política monetaria de esta institución y cómo ha contribuido desde ahí al estado macroeconómico actual de Argentina.

### 7.2.1 Carta orgánica del B.C.R.A

La ley 24.144, en vigencia desde el año 2012, forma parte de un conjunto de casi 60 normas o reformas orgánicas implementadas en el B.C.R.A desde que en 1935 la institución fue creada formalmente. El texto aludido, en su artículo tercero, define un extenso mandato para la institución consistente en *“..promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social”*.

La carta dispone que el Banco tenga como funciones a desempeñar:

- a) Regular el funcionamiento del sistema financiero y aplicar la Ley de Entidades Financieras y las normas que, en su consecuencia, se dicten.
- b) Regular la cantidad de dinero y las tasas de interés y regular y orientar el crédito.
- c) Actuar como agente financiero del Estado nacional y depositario y agente del país ante las instituciones monetarias, bancarias y financieras internacionales a las cuales la Nación haya adherido, así como desempeñar un papel activo en la integración y cooperación internacional.
- d) Concentrar y administrar sus reservas de oro, divisas y otros activos externos.
- e) Contribuir al buen funcionamiento del mercado de capitales.
- f) Ejecutar la política cambiaria en un todo de acuerdo con la legislación que sancione el Honorable Congreso de la Nación.
- g) Regular, en la medida de sus facultades, los sistemas de pago, las cámaras liquidadoras y compensadoras, las remesadoras de fondos y las empresas transportadoras de caudales, así como toda otra actividad que guarde relación con la actividad financiera y cambiaria.
- h) Proveer a la protección de los derechos de los usuarios de servicios financieros y a la defensa de la competencia, coordinando su actuación con las autoridades públicas competentes en estas cuestiones

Legalmente se dispone que, en el ejercicio de sus funciones y facultades, **el Banco no estará sujeto a órdenes, indicaciones o instrucciones del Poder Ejecutivo Nacional**, ni podrá asumir

obligaciones de cualquier naturaleza que impliquen condicionarlas, restringirlas, o delegarlas sin autorización expresa del congreso de la Nación.

Respecto a la gobernanza, el Banco estará encabezado por un directorio compuesto por diez miembros; un Presidente, un Vicepresidente y ocho directores. Tanto el Presidente como el Vicepresidente son designados por el Poder ejecutivo en acuerdo con el Senado para cumplir con su mandato por un período de 6 años, con posibilidad de extender su designación. El Poder Ejecutivo nacional tendrá la facultad de remover a cualquiera de los miembros que integran el directorio ante incumplimientos de las disposiciones incorporadas en la carta orgánica aludida. Con este fin, deberán contar previamente con el consejo de una comisión del congreso, presidida por el Presidente del Senado e integrada por los presidentes de las comisiones de Presupuesto, Hacienda y Economía de la cámara alta y por los presidentes de ambas comisiones de la cámara baja.

Dentro de las definiciones que debe tomar el directorio del Banco está; intervenciones en el mercado monetario y cambiario, requisitos de encaje, tasas de interés y condiciones generales de operaciones crediticias del banco, políticas generales de ordenamiento económico y expansión del sistema financiero, orientación del crédito por medio de exigencias de reservas, encajes diferenciales u otros medios, normas que preserven la competencia en el sistema financiero y políticas diferenciadas orientadas a pequeñas y medianas empresas y a las economías regionales.

Cada una de estas definiciones será adoptada con mayoría simple. En caso de empates, el Presidente tendrá el voto dirimente. El Poder Ejecutivo podrá participar de la discusión llevada a cabo por el directorio mediante la presencia de su Ministro de economía, obras y servicios públicos, que tendrá derecho a voz, pero no a voto en estas sesiones.

Con la finalidad de responder a su mandato, el Banco estará facultado para emitir billetes y monedas, otorgar redescuentos a las entidades financieras por razones de iliquidez transitoria, realizar operaciones de mercado abierto y compras/ventas de títulos públicos, divisas y otros activos financieros con fines de regulación monetaria, cambiaria, financiera y crediticia.

La ley señala que quedará estrictamente prohibido para el Banco; conceder préstamos al gobierno nacional, a los bancos, provincias y municipios, garantizar o endosar letras y otras obligaciones del gobierno nacional, los gobiernos locales y otros institutos públicas, conceder préstamos a personas jurídicas no autorizadas como entidades financieras, comprar acciones salvo las emitidas por organismos financieros internacionales, participar de manera directa o indirecta en empresas y, por último, otorgar garantías especiales que cubran obligaciones de entidades financieras. Respecto a la primera prohibición, la carta orgánica señala que existirá una excepción a la norma definida en el artículo 20. Este artículo establece que *“El Banco podrá hacer adelantos transitorios al Gobierno nacional hasta una cantidad equivalente al 12% de la base monetaria, constituida por la circulación monetaria más los depósitos a la vista de las entidades financieras”*. Adicionalmente, con carácter excepcional y si la situación o las perspectivas de la economía nacional o internacional así lo justificaran, el Banco *“...podrá otorgar adelantos hasta una cantidad que no supere 10% de los recursos en efectivo que el gobierno nacional haya obtenido en los últimos 12 meses”*. De esta manera, contraviniendo las disposiciones que aseguraban autonomía en el diseño e implementación de la política monetaria por parte del B.C.R.A, la misma carta orgánica abre la puerta al financiamiento fiscal vía emisión monetaria que se entiende puede atentar particularmente contra el objetivo de estabilidad del nivel general de precios que el común de las instituciones monetarias suele ponderar como primario para la política monetaria de una economía.

En lo que respecta a transparencia y comunicación del Banco, el Presidente tiene dentro de sus funciones presentar un informe anual sobre todas las operaciones de la institución frente al Congreso. A su vez, deberá comparecer ante las comisiones de presupuesto y Hacienda de ambas cámaras, en sesiones públicas al menos una vez durante el período ordinario o cuando estas comisiones lo convoquen, con la finalidad de informar expresamente sobre los alcances de la política monetaria, cambiaria, financiera y crediticia en ejecución. Posteriormente, previo al inicio de cada ejercicio anual, el Banco deberá publicar sus objetivos y planes respecto al desarrollo de sus políticas. De producirse cambios significativos en estas definiciones, la institución es responsable de dar a conocer sus causas y las medidas alternativas adoptadas. Adicionalmente, el Banco deberá mantener informado al Ministerio de Economía sobre la situación monetaria, financiera, cambiaria y crediticia del país y ofrecer asesoramiento al ministerio y al congreso en lo referente al régimen de cambios. Finalmente, para fortalecer la vigilancia de las autoridades monetarias, el Banco Central será observado y fiscalizado de manera permanente por un síndico titular y uno adjunto, nombrados por el Poder Ejecutivo Nacional con acuerdo del Senado

### **7.2.2 Historia institucional, origen y evolución**

Tal como en los casos anteriormente analizados, la creación del Banco Central de Argentina fue precedida por una serie de acontecimientos internos y externos que fueron alimentando la necesidad de contar con una institución encargada exclusivamente de la formulación e implementación de la política monetaria del país. Previo a su creación, los instrumentos y las funciones propias de un banco central se encontraban dispersas en diferentes instituciones y prácticas privadas, en las cuales destacaba la Caja de Conversión y el Banco de la Nación Argentina.

Respecto a la Caja de Conversión, fue una institución creada en 1890 y operativa desde 1903, que funcionaba como eje central de la política monetaria del país. Durante ese período, constituía la única entidad responsable de la emisión monetaria en Argentina. Pese a su carácter de emisor centralizado, tenía una rigidez extrema que impedía adecuar el manejo de la política monetaria al contexto económico vigente. En períodos de bonanza ingresaba oro a cambio de papel, pero en circunstancias opuestas era necesario entregar oro a cambio de billetes, disminuyendo de esta manera el circulante y generando violentas deflaciones.

Junto a la Caja de Conversión, coexistía el Banco de la Nación Argentina, creado en 1891, que además de cumplir tareas propias de un banco comercial, operaba como banco de bancos a través del redescuento, financiaba al Tesoro y, en períodos de crisis, auxiliaba al sistema financiero ofreciendo liquidez.

Sumado a la dispersión en el manejo de la política monetaria, la creación del Banco se vio ampliamente favorecida por el desarrollo de importantes acontecimientos que guiaron el panorama económico global de las primeras décadas del Siglo XX. En primer lugar, durante el año 1920, se desarrolló una conferencia internacional en Bruselas que recomendaba a las naciones la creación de bancos centrales, aceptando como funciones propias de estas entidades la emisión monetaria, la dirección de la política monetaria y la supervisión del sistema financiero.

Finalmente, el detonante último que condujo a la creación de una institución monetaria central en Argentina fue el profundo impacto económico que la Gran Depresión tuvo sobre la economía trasandina. Argentina no fue en ningún caso ajena los efectos de la crisis. Producto de ella, cayó significativamente el precio de las materias primas, el comercio mundial fue suspendido temporalmente y se acentuó la inviabilidad para financiar el déficit en la cuenta de capital. Ante esta

coyuntura, la política monetaria no estaba en condiciones de responder con efectividad, lo que propició rápidamente un consenso político respecto a la necesidad de construir una institución que concentrara herramientas de política económica con capacidad suficiente para responder a crisis de esta magnitud. Pese a lo transversal que fue el diagnóstico, los alcances de la nueva institución y sus objetivos no fueron fáciles de consensuar y requirieron al menos cuatro años para ser materializados en la primera carta orgánica del B.C.R.A.

### **7.2.2.1 Proceso y origen**

El trayecto recorrido para diseñar la primera institución monetaria central del país comenzó el año 1931 cuando, bajo el gobierno de José Félix Uriburu, se convocó una comisión liderada por Alberto Hueyo con estos fines. En 1932, Hueyo fue designado como Ministro de Hacienda por Agustín Justo y se contrató a Otto Niemeyer, por recomendación del Banco de Inglaterra, para replicar la experiencia de la creación del Banco Central de Brasil, esta vez en Argentina.

Otto Niemeyer provenía de una escuela de asesores económicos, tal como Edwin Kemmerer, que promovían la ortodoxia financiera en sus asesorías a países no desarrollados, para estructurar bancos centrales en la región latinoamericana que persiguieran metas de estabilidad nominal con el propósito de facilitar un eventual regreso al patrón oro. En esa dirección, avanzaron en la consolidación de un proyecto para el B.C.R.A que se vio interrumpido el año 1935, cuando Federico Pinedo fue designado como Ministro de Hacienda, inclinando la discusión sobre el banco central a un polo más heterodoxo, muy bien representado por los planteamientos del famoso estructuralista Raúl Prebisch, que planteaba, entre otras cosas, la necesidad de establecer el control de capitales y mantener el peso argentino fuera del patrón oro.

Finalmente, el 31 de mayo de 1935 se creó el Banco Central de la República Argentina que concentraba el monopolio de la emisión, era prestamista de última instancia, ejercía la función de agente financiero del Estado Nacional, administraba el tipo de cambio y se encargaba de las tareas de regulación y control de entidades financieras privadas. La institución era de propiedad mixta, compuesta por aportes del Estado y de la banca privada (nacional y extranjera) con derecho a un voto por acción suscrita. Su directorio estaba integrado por doce miembros; un representante del poder ejecutivo, uno del Banco la Nación, uno de los bancos provinciales, tres de los bancos privados nacionales, dos de los bancos extranjeros y cuatro por la asamblea de accionistas privados en representación de intereses sectoriales.

Respecto al proyecto original de Niemeyer, las diferencias eran claras. Este proyecto estaba fuertemente basado en el funcionamiento de los bancos europeos y el banco central era concebido principalmente como un ente privado. Además, no se incorporaba la posibilidad de emisión en base a la revaluación del oro, ni implementar políticas de redescuento, financiamiento al Tesoro, operaciones de mercado abierto, intervenciones sobre la tasa de encaje o supervisión del sistema financiero. Básicamente era sólo un banco con capacidad de emitir moneda convertible.

La importancia de Prebisch en adaptar la institución a las condiciones estructurales de la economía Argentina para diseñar un Banco supervisor del sistema financiero y dotarlo de instrumentos para llevar a cabo políticas contracíclicas son de tal relevancia, que vale la pena profundizar en cuál fue el real papel que este economista jugó en la creación del B.C.R.A.

### 7.2.2.2 Papel de Raúl Prebisch en la creación del B.C.R.A

Raúl Prebisch fue un destacado economista Argentino, ícono de la escuela estructuralista o desarrollista de Latinoamérica, que logro gran éxito en la promoción de esta corriente de pensamiento económico durante la mitad del Siglo XX, particularmente desde su posición como Secretario Ejecutivo de la Comisión Económica de las Naciones Unidas para América Latina y el Caribe (CEPAL). Pese a que principalmente suele ser destacado por su aporte al pensamiento económico de la región, previo a asumir su rol como Secretario Ejecutivo en la CEPAL, dedicó su experiencia en la academia al diagnóstico y análisis de las condiciones estructurales de la economía Argentina y tuvo un rol primordial en la creación del B.C.R.A, tanto como promotor intelectual de la institución como a su vez, asumiendo la primera gerencia general del Banco.

Buena manera de condensar su diagnóstico respecto a la economía Argentina e indicar que llevó a Prebisch a promover un determinado diseño institucional para el B.C.R.A está en la siguiente cita; Prebisch señalaba que *“Hemos vivido con frecuencia en la Argentina al margen de la buena doctrina monetaria; y ha sido tan sistemático el desvío de ciertos principios en la historia de nuestro medio circulante, que cabe preguntarse si esa buena doctrina era realmente buena para nosotros, si respondía fielmente a la índole y estructura de la economía argentina. ¿No habrá llegado el momento de formular nuestros propios principios, derivados precisamente de nuestra realidad comprobada, y de tener nuestra buena doctrina utilizando y adaptando todo lo útil de los principios generales para fincar una política monetaria nacional?”*.

El proyecto de Prebisch sostenía que en la reorganización del sistema monetario y bancario había que tener especial consideración con dos aspectos; en primer lugar era esencial considerar la vulnerabilidad externa dadas las características fundamentales de Argentina como país agroexportador, altamente dependiente de las fluctuaciones de los precios y cantidades de las exportaciones y extremadamente vulnerable a los flujos de capital externo, mientras que, por otro lado, el diseño de la nueva institución debía responder a la delicada situación bancaria derivada de la crisis del 29. Un sistema que comenzase a funcionar sin considerar estos ámbitos, creía Prebisch, sería defectuoso desde su inicio.

Las funciones a desarrollar y la dotación de instrumentos que tendría finalmente el Banco Central, derivaban de la explicación que Prebisch tenía del ciclo económico argentino. El economista lo describía de la siguiente manera; los flujos de capitales buscaban rendimientos en los países periféricos cuando no lo encontraban en los países industriales. El ingreso de estos capitales permitía el retorno a la convertibilidad, pero también, mediante el aumento de reservas de los bancos, generaba una expansión monetaria excesiva. Así iniciaba una fase ascendente del ciclo económico, caracterizada por el ingreso de capitales, la expansión de la moneda y el crédito y las importaciones cada vez mayores. Cuando estos capitales ralentizaban su ingreso al país, la mayoría de las veces por factores exógenos, se producía una crisis de balanza de pagos, se abandonaba la convertibilidad y comenzaba la fase descendente del ciclo económico. Por esto, para Prebisch resultaba fundamental que el Banco estuviese dotado de todos los instrumentos necesarios para controlar los mecanismos que actuaban en las fases ascendentes y descendentes del ciclo. En este sentido, la relación entre los flujos externos de capital y la cantidad de circulante sería manejada a través de la esterilización y el redescuento, la relación entre emisión y crédito estaría subordinada a las regulaciones bancarias que el Banco debía hacer respetar y, finalmente, el nexo entre la actividad interna y la balanza de pagos sería mediado por un sistema de control de cambios.

Si el proyecto de Niemeyer constataba un claro temor a la inflación y a la participación estatal en la política monetaria, Prebisch concibió al B.C.R.A como una institución que debía aplicar, por medio de redescuentos, adelantos, operaciones de mercado abierto, entre otros instrumentos, una política monetaria activa centrada en la estabilidad de la moneda y las fluctuaciones del producto, garantizando siempre la independencia de la institución para dotar a las autoridades monetarias de plena autonomía para diseñar e implementar la estrategia de política monetaria más propicia para la situación económica de Argentina.

### 7.2.2.3 Etapas del B.C.R.A

La primera carta orgánica del B.C.R.A (Ley N° 12.155), definía como objetivos para la institución; a) *“Concentrar reservas suficientes para moderar las consecuencias de la fluctuación en las exportaciones y las inversiones de capitales extranjeros sobre la moneda, el crédito y las actividades comerciales al fin de mantener el valor de la moneda”*, b) *“Regular la cantidad de crédito y los medios de pago, adaptándolos al volumen real de los negocios”*, c) *“Promover la liquidez y el buen funcionamiento del crédito bancario, y aplicar las disposiciones de inspección, verificación y régimen de los bancos establecidas en la ley de bancos”* y d) *“Actuar como agente financiero y consejero del gobierno en las operaciones de crédito externo o interno y en la emisión o atención de los empréstitos públicos”*. Para acompañar las funciones del Banco Central se introdujo una Ley de Bancos (Ley N° 12.156) que establecía pautas de conducta, regulación e inspección del sistema bancario y comenzó a operar un Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias (Ley N° 12.157) con el objetivo de sanear el sistema financiero mediante la liquidación y recuperación de empresas del sector.

En términos generales, la política monetaria estuvo fuertemente conectada con la política económica general de Argentina, atendiendo los problemas que la nación enfrentaba por su forma de inserción en la economía internacional. En sus primeros años desarrolló una exitosa política contracíclica orientada a contener la expansión del crédito en la fase ascendente del ciclo e impulsar en la fase descendente para evitar, por la vía monetaria, los efectos de la caída del nivel de producto. Esta orientación se sostenía en las apreciaciones del británico John Maynard Keynes respecto al rol y utilidad de la política monetaria. La política contracíclica tendía a suavizar el ciclo económico utilizando como variable objetivo la base monetaria y como variable control la tasa de interés.

En su segunda década de funcionamiento, se realizó una significativa reforma al funcionamiento del sistema financiero y del B.C.R.A. al alero de una nueva concepción respecto al rol del Estado en la economía. Se optó por nacionalizar el Banco Central y, de esta forma, el Estado pasó a controlar toda la creación del dinero, en desmedro del sistema clásico, donde la oferta monetaria también estaba compuesta por el dinero que los bancos privados creaban mediante préstamos.

Se introdujo formalmente como objetivo *“promover, orientar y realizar la política económica adecuada para mantener un alto grado de actividad que procure el máximo empleo de los recursos humanos y materiales disponibles y la expansión ordenada de la economía, con vistas a que el crecimiento de la riqueza nacional permita elevar el nivel de vida de los habitantes de la Nación”*.

La estrategia de política monetaria se basó en el manejo de la tasa nominal de interés y la selectividad del crédito mediante el uso del redescuento. La dirección del crédito fue canalizada a través de la banca privada, fortaleciendo mediante la fijación de tasas máximas, sectores específicos de la economía, especialmente el sector industrial.

En 1949 se introdujeron nuevos cambios en la carta orgánica del Banco y en la Ley de Bancos. El principal efecto de estas modificaciones fue que el B.C.R.A pasó a depender formalmente del Ministerio de Finanzas, siendo el Ministro y el Subsecretario de la cartera, Presidente y Vicepresidente del B.C.R.A respectivamente. Adicionalmente, se ampliaron las capacidades del ente monetario para entregar adelantos monetarios al Gobierno nacional y aumentó el control efectivo sobre el mercado cambiario y bursátil del país.

Desde 1957 en adelante, se dio paso a un período de sofisticación de la política monetaria en Argentina. En función de esto se introdujeron cambios para fortalecer la autonomía y autarquía del Banco, alejando a la institución del control del Ministerio de Finanzas. Respecto a los objetivos, se sustituyó la persecución del máximo empleo por la búsqueda de la máxima utilización de todos los factores productivos. Adicionalmente, se incorporó la promoción del desarrollo ordenado del ahorro y la inversión y el desarrollo ordenado y persistente del ingreso nacional dentro del mandato del Banco.

Se ampliaron los instrumentos de la institución para dotarlo de la facultad de fijar efectivos mínimos sobre depósitos y dar al Tesoro adelantos de hasta el 30% de los recursos recaudados en los últimos doce meses.

Esta década no mostró buenos resultados para la política monetaria, en gran parte porque el contexto en el cual se implementaba estaba condicionado por planes de estabilización centrados en recomponer el déficit fiscal y el bajo nivel de reservas, en detrimento del crecimiento económico.

Hasta 1975 no se registraron muchos más cambios significativos en el diseño institucional del Banco, salvo que, se extendió la supervisión del sistema financiero conforme éste se desarrollaba para incluir dentro de la regulación y vigilancia a instituciones financieras no bancarias y, se introdujo una segunda moneda en circulación, el peso argentino, a consecuencia de los crecientes niveles de inflación que aquejaban a la economía local.

El golpe militar de 1976, además de detener el avance del peronismo en Argentina, cerró un ciclo de varias décadas de un protagónico rol del Estado en todos los sectores de la economía. El nuevo régimen viene acompañado de modificaciones sustanciales a la estructura económica del país. En primer lugar, se liberaliza el sistema financiero en pos de recuperar la eficiencia económica perdida por la intervención estatal. Luego se modifica nuevamente la carta orgánica para reducir su grado de autonomía y adecuar la institución a la política económica general del régimen. El Banco recupera su carácter de prestamista de última instancia vía línea de redescuento, se modifica la composición del directorio y se modifican otros aspectos relacionados a responsabilidad patrimonial, gestión de activos y requisitos de capital.

El final del régimen viene acompañado de un profundo estancamiento económico y una hiperinflación que se mantiene en 3 dígitos durante gran parte de la década del 80 y alcanza un peak de 3046% en 1989. El desolador panorama económico argentino tiene como raíz la crisis de la deuda que afectó significativamente a la región latinoamericana durante esta década. La fragilidad del sistema financiero, la incapacidad de pagar la deuda soberana y el déficit fiscal, forzaron al Tesoro a financiar su actividad mediante la emisión de títulos públicos y la emisión monetaria por el B.C.R.A, lo cual contribuyó a disparar los niveles de precios a cifras sin precedentes en la historia monetaria del país.

Desde 1985 se optó por abandonar la emisión monetaria como método de financiamiento fiscal, fijar el tipo de cambio e incrementar los controles de capital, todo para mitigar las expectativas

inflacionarias. Sin embargo, la inflación volvió a recrudecer particularmente entre abril y junio de 1989, forzando el adelantamiento de las elecciones presidenciales y la adopción de un nuevo plan económico de estabilización.

Este nuevo plan económico incorporaba fuertes medidas orientadas a recuperar la confianza en la moneda argentina y desactivar las expectativas e inercia inflacionaria. Desde 1991, se realizaron reformas tributarias, privatizaciones, liberalización de cuentas, fijación del tipo de cambio y reformas a la carta orgánica del B.C.R.A, éstas últimas con el fin de adaptar la institución al marco ideológico de corte neoliberal del gobierno de Carlos Menem. Tras esto, estaba el objetivo de resaltar la independencia del Banco respecto a otros órganos del poder ejecutivo, en la formulación e implementación de la política monetaria y financiera. En línea con lo anterior, se le prohibió a la institución financiar directa o indirectamente al Tesoro, se ampliaron los mandatos del directorio de 4 a 6 años y se eliminó de los objetivos de la institución el inciso *“regular el crédito, mantener un desarrollo económico creciente con sentido social y mantener un alto grado de ocupación”*, para centrar su acción en la preservación del valor de la moneda.

El nuevo esquema monetario estaba acompañado de un régimen de convertibilidad que establecía una paridad fija entre el peso argentino y el dólar, eliminando indexaciones y obligando al Banco Central a respaldar al menos el 100% de la base monetaria. La emisión se limitó a la entrada de divisas, dejando sin posibilidad al B.C.R.A de crear dinero mediante crédito al público o financiamiento del déficit fiscal.

Este estricto manejo monetario permitió que Argentina lograra una estabilidad monetaria sin precedentes, sosteniendo hasta el final de la década una inflación de un dígito (véase gráfica 5).

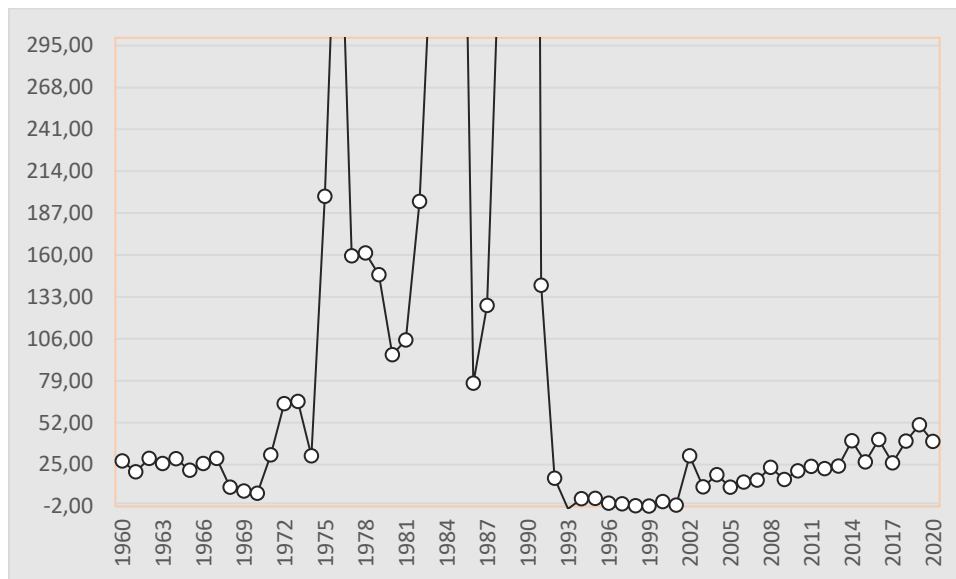
Aun cuando el plan económico introducido por el gobierno de Menem permitió que la nación atravesara por un período de bonanza económica, el manejo monetario y, particularmente, la imposibilidad de tener un manejo efectivo de la política cambiaria, derivó en una alta vulnerabilidad de la economía local a los shocks externos y a los flujos de capital. Esta fragilidad contribuyó a que en 2001 se desatara una crisis económica que hizo necesario abandonar el régimen de convertibilidad. Con esto, el Banco Central recuperó cierto grado de libertad para efectuar políticas cambiarias y monetarias activas, interviniendo agresivamente a través de operaciones de mercado y regulaciones financieras para estabilizar el tipo de cambio, anclar las expectativas de los agentes económicos y contener la inflación que, nuevamente se había acelerado.

La política monetaria comenzó a ejecutarse mediante metas cuantitativas de creación monetaria, consistente en sucesivos anuncios de los futuros niveles de variación de los agregados monetarios sujetos a una banda de control establecida por la misma institución.

El control sobre el tipo de cambio se administró en un régimen de flotación sucia, orientado a mantener un tipo de cambio competitivo que contribuyera a reducir los niveles de desempleo internos y fortaleciera el crecimiento económico. Adicionalmente, se avanzó en la acumulación de reservas y esterilización del mercado interno que evitara nuevas presiones inflacionarias.

La respuesta a la crisis fue satisfactoria y hacia fines de 2010 Argentina mantenía una posición macroeconómica relativamente estable y sana, fortalecida por el contexto internacional, un boom de precios de sus productos exportados y bajas tasas de interés internacionales.

**Ilustración 5 Inflación anual Argentina**



Fuente: Banco Mundial

### 7.2.3 Inflación e independencia

Hasta el año 2015, el Banco Central de Argentina ha realizado al menos 60 reformas a su carta orgánica, gran parte de ellas con significativo impacto sobre la autonomía de la institución. Un análisis histórico del grado de autonomía de la institución medido con el índice propuesto por Cukierman, Webb y Neyapti, muestra que en general la institución ha mantenido un nivel de autonomía legal menor al 0,62 que mantiene el BCCh en la última década, pero por sobre el 0,18 de la FED y el 0,26 del RNBZ en el mismo período. El único período excepcional en esta materia corresponde al presidido por Carlos Menem donde el índice de autonomía legal llegó a ser de 0,92 (véase tabla 2).

**Tabla 2 Independencia legal del B.C.R.A**

Período	Nivel de independencia legal
1935 - 1945	0,48
1946 - 1948	0,39
1949 - 1955	0,35
1956 - 1972	0,44
1973 - 1991	0,43
1992 - 2001	0,91

2002 - 2011	0,59
2012 - 2016	0,43

Fuente: Eric W. Grosebacher

Cabe destacar que evaluar la independencia de un Banco Central mediante este tipo de índices puede conducir a aseveraciones poco ajustadas con la realidad, principalmente porque la puntuación asignada a cada categoría que conforma el índice depende directamente de la interpretación que cada investigador realice de la norma legal, lo cual implica un grado de subjetividad en la medición que no se puede obviar. Adicionalmente, el índice utilizado se centra en la independencia **legal** de la institución que en algunos casos puede distar significativamente de la independencia **efectiva** del Banco. En este sentido, un indicador proxy utilizado para evaluar la independencia efectiva de la institución puede ser la tasa de rotación de los presidentes del Banco, entendiendo que mientras más alta sea ésta, mayor capacidad tendrá el poder ejecutivo para interceder en la acción del Banco, mediante, por ejemplo, la destitución de su máxima autoridad. Hasta el año 2015, el B.C.R.A había contado con 59 presidentes, promediando un año y tres meses cada uno de ellos en el cargo, pese a que la carta orgánica por lo general ha fijado mandatos que duran entre cuatro y siete años. En países desarrollados la tasa de rotación media está en 0,2 cambios por año, en línea con los cinco años que suelen durar, por lo general, las presidencias de los bancos centrales en estos países. En Argentina, sólo han existido dos períodos en los que la tasa de rotación se ajustó a lo estipulado en la ley. Este período fue desde 1935 a 1945 y el período que comprende desde 1992 a 2001 que, justamente es aquel período con mayor independencia legal de la institución.

Al incorporar en el análisis los niveles de inflación del país desde que el Banco estuvo operativo, no se encuentra una clara relación negativa entre las variables, salvo desde 1992 a la fecha, donde si puede constatarse la relación negativa significativa entre independencia legal e inflación que la literatura económica supone cierta. Pese a esto, la evidencia muestra que en esos 80 años nunca coexistió un alto nivel de independencia legal con una alta tasa de inflación, por el contrario, períodos con niveles de independencia legal altos y tasas de rotación bajas siempre estuvieron acompañados por niveles de inflación menores. Esto implica que el nivel independencia del B.C.R.A si constituye un factor explicativo relevante de las altas y persistentes tasas de inflación de Argentina y que, por lo tanto, si el objetivo fuese mantener una inflación baja y controlada, la independencia del Banco no constituye una condición suficiente pero sí al menos necesaria.

#### 7.2.4 Estado macroeconómico actual de Argentina

El informe “*Perspectivas de la Economía Mundial*” del Fondo Monetario Internacional publicado durante octubre de 2021 estableció que la inflación de Argentina resulta ser la 4ta más alta del mundo en la actualidad. Según los últimos registros del Instituto Nacional de Estadística y Censos (Indec) la inflación interanual alcanza el 52,1% y constituye la principal causa de que la pobreza en Argentina se sitúe en un 42%.

Pese a lo desolador de las cifras, no es una situación atípica para Argentina. En ese sentido, la historia económica reciente del país es clara. En 1989, la hiperinflación llegó a un peak de 3.000%, implicando entre otras cosas la salida del gobierno del Presidente Alfonsín. Y Si bien, durante la década del 90 el régimen de “*convertibilidad*” que ató la moneda local al dólar, hizo que la inflación cayera significativamente, la solidez macroeconómica se diluyó en 2001 con un “*corralito*” sobre los depósitos bancarios que provocó fuertes protestas y la renuncia del Presidente De la Rúa.

La frecuencia con la que los problemas macroeconómicos afectan a la sociedad Argentina requiere de diagnósticos que permitan atender sus causas subyacentes para evitar desde la política monetaria la repetición de este tipo de experiencias. En este sentido, la pregunta clave es ¿Cuáles son las razones que explican esta inflación alta y persistente?, y como naturalmente sucede en economía, existen dos visiones que ofrecen una respuesta.

La visión heterodoxa, que por largos años ha sido hegemónica en la discusión económica de Argentina, establece que las causas de la inflación se encuentran en la debilidad del Estado para; desacoplar totalmente los precios internos de los precios internacionales, contener prácticas anti competencia de los grupos económicos concentrados y arbitrar la pugna por la distribución del ingreso. Todos estos corresponden a fenómenos reales y no monetarios. Debido a esto, la visión heterodoxa acepta la inflación como un fenómeno propio de un proceso estructural para alcanzar el desarrollo con inclusión, aceptando los períodos inflacionarios como un coste preferible ante la opción del estancamiento económico y la desocupación.

Este diagnóstico conduce a suponer que las soluciones están en la necesaria acción del Estado para coordinar con el sector privado acuerdos, controles de precios y niveles de abastecimientos garantizados, mediante incentivos fiscales y crediticios, herramientas de política comercial que impidan la transmisión de fluctuaciones externas, acuerdos en la fijación de salarios, entre otras alternativas a disposición de la política económica para controlar la inflación.

En la vereda contraria, la visión ortodoxa ha sostenido por años que la causa subyacente de la inflación Argentina es que el país sistemáticamente gasta más de lo que debería. Como la recaudación fiscal no es suficiente para sostener los niveles de gasto público, los sucesivos gobiernos han apelado a dos herramientas para financiarse; el endeudamiento y la emisión monetaria que, la carta orgánica del B.C.R.A y su bajo nivel de autonomía efectiva permite. Idealmente, la segunda herramienta no debiese ser considerada óptima como vía para resolver el persistente déficit fiscal argentino, sin embargo, la primera vía ha derivado al menos en 9 ocasiones en una cesación de pago, por lo que cada vez que el endeudamiento es propuesto como una alternativa viable, estos antecedentes dificultan el acceso a créditos con baja tasa de interés y conducen nuevamente a utilizar la emisión monetaria para financiar al fisco.

Otorgándole mayor credibilidad a esta visión respecto a las causas de la inflación en Argentina, podría sugerirse que el proceso inflacionario actual se comenzó a construir durante 2006 cuando la política fiscal expansiva aumentó el gasto público de 25 a 41 puntos del PIB. Hasta la fecha, el único gobierno que logró desacelerar momentáneamente la inflación fue el de Mauricio Macri (2015 – 2019) que, si bien sostuvo el alto gasto público durante sus primeros dos años, lo financió exclusivamente mediante deuda e introdujo un régimen de metas de inflación como herramienta de política monetaria para reducir gradualmente la inflación hasta tener control efectivo sobre ella.

Las metas de inflación son una característica común de la política monetaria actual y han sido utilizadas con alto grado de efectividad primero, para reducir niveles excesivos de inflación y, posteriormente, para mantener control sobre el nivel general de precios. Ejemplos exitosos de la aplicación de metas de inflación se han dado precisamente en los casos estudiados previamente de Chile y Nueva Zelanda. Sin embargo, la experiencia de Argentina con las metas de inflación no condujo a los resultados esperados, por lo que cabe preguntarse, ¿Cómo fue esta experiencia? ¿Qué provocó la ineffectividad de este régimen? ¿Por qué debió ser tan prontamente abandonado?. Para responder a estas interrogantes a continuación se caracterizará la experiencia de Argentina con el régimen de metas de inflación introducidos durante el gobierno de Macri.

### 7.2.4.1 Metas de inflación en Argentina

A finales de 2015, producto del cambio de gobierno, la política monetaria de Argentina dio un importante giro con el objetivo de corregir los persistentes desequilibrios macroeconómicos del país. Desde enero de 2017, la política monetaria adoptó un régimen de ‘*inflation targeting*’, con metas anuales de inflación y mecanismos de corrección y explicación ante desviaciones respecto a la meta. Este enfoque se centró exclusivamente en la estabilidad monetaria y para esto se propuso reducir la inflación a un rango de 12% - 17% en 2017, de 8% - 12% en 2018, llegando a una meta de inflación de 5% anual en 2019.

Para alcanzar estos objetivos se utilizó como instrumento principal la Tasa de Política Monetaria y se acompañó el régimen con una política cambiaria con tipo de cambio flexible.

Pese a que las políticas aplicadas sirvieron inicialmente como medidas de desinflación, luego de dos años, el régimen fue abandonado formalmente sin alcanzar los objetivos para los que fue implementado, siendo reemplazado por un esquema de metas sobre los agregados monetarios junto a una banda de ‘*no intervención*’ para el tipo de cambio.

Antes de entrar en las razones que explican el fracaso del régimen de metas de inflación en Argentina, ha de tenerse en consideración que el consenso general respecto a la buena implementación de este régimen dicta que el esquema de Metas de Inflación se sostiene de cuatro pilares necesarios; a) el anuncio público y explícito de una meta de inflación, b) la utilización de la tasa de interés como instrumento principal para alcanzar dicha meta, c) la independencia operativa del Banco Central y d) el control de la inflación como objetivo prioritario de la autoridad monetaria (Sawyer, 2016).

Si esta experiencia en Argentina no condujo a los resultados esperados se debe fundamentalmente a que las características particulares con las cuales se puso en práctica el régimen de metas inflación distaron de ser las que la literatura económica y la experiencia comparada señalan como ‘*óptimas*’.

La literatura señala que para que la tasa de interés de la autoridad monetaria tenga influencia significativa sobre el resto de la economía, no pueden existir alternativas de creación de dinero que no sean las operaciones de mercado abierto del banco central. Esto implica que las intervenciones en el mercado de cambios y el financiamiento al fisco con emisión monetaria deben ser lo menos habituales posible. Pese a esto, la estrategia de financiamiento del déficit fiscal persistió y las intervenciones al mercado cambiaria para sostener la competitividad del peso fueron recurrentes. Además, los objetivos que el Banco propuso carecieron de la credibilidad necesaria para anclar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, básicamente por las continuas modificaciones que la autoridad monetaria hizo públicas respecto a la inflación objetivo.

El régimen de Metas de Inflación entró en tensión final durante los últimos meses de 2017, cuando el gobierno nacional anunció un nuevo relajamiento de las metas y flexibilizó la política monetaria en un escenario de empeoramiento del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Desde ese punto, las condiciones monetarias y financieras se deterioraron hasta concluir en una profunda crisis cambiaria y la necesidad de negociar un nuevo paquete de rescate con el Fondo Monetario Internacional para sostener el programa financiero del gobierno. El 2018, trajo consigo una seguidilla de devaluaciones del peso trasladadas automáticamente a precios. El efecto fue un inflación que en tan solo un año se duplicó hasta un 48%. Finalmente, Macri luego de perder la

reelección, deja la presidencia con una inflación de 53,38% y una nueva crisis de deuda para el país, tras la negociación con el FMI del préstamo más grande de la historia económica argentina.

En buena medida la crisis cambiaria que tuvo lugar durante el gobierno de Macri ha impactado sobre la pobreza e inflación actual de Argentina. Con la llegada de la Pandemia, el Presidente Alberto Fernández, sin acceso a crédito, debió apelar a la emisión monetaria como vía de financiamiento fiscal para paliar el coste económico de la crisis. La decisión sanitaria de mantener las cuarentenas más extensas del mundo forzó al B.C.R.A a acelerar la emisión monetaria y con ello la presión inflacionaria.

Además de esta alta emisión, Argentina tiene una moneda que constantemente se está devaluando, lo que impacta directamente sobre el alza de precios y tasas de interés en pesos, que históricamente han estado por debajo de la inflación, debilitando aún más la confianza en la moneda local.

Pese a que el gobierno ha introducido medidas para contener la inflación, la mayoría de ellas se basan en diagnósticos discutibles y carentes de éxito en el pasado. Por ejemplo, aduciendo a que uno de los principales elementos explicativos de la inflación es la concentración económica y la capacidad de ciertas industrias para fijar precios dada una cierta rentabilidad objetivo en dólares, el gobierno de Fernández ha restringido las exportaciones de carne para que el precio local baje y ha fijado el precio máximo para más de 1.400 productos de consumo masivo hasta enero de 2022.

Probablemente el gran problema de Argentina está en la inercia inflacionaria que hace que todos los precios, comenzando por contratos de trabajos y alquileres indexados, se fijen sobre la base de la inflación. Al respecto, la consultora EconViews estima que *“al menos un 40% de la inflación núcleo de un mes se explica por la inflación del mes anterior”*.

Ante esta situación, el FMI ha planteado en reiteradas ocasiones que la solución evidente está en reducir significativamente el gasto público. El problema reside en cómo hacer esto sin profundizar una crisis de gobernabilidad, muy acorde al contexto actual latinoamericano. Desde el punto de vista puramente monetario, para reducir la inflación es clave que el B.C.R.A no sea utilizado ni como Banca del Desarrollo ni como prestamista de primera instancia del Gobierno nacional. Finalmente, es sumamente importante que las autoridades del B.C.R.A dispongan de independencia efectiva para mantenerse focalizadas en los aspectos macroeconómicos prioritarios para la política monetaria, esto significa, controlar la inflación y garantizar la estabilidad financiera de la economía nacional.

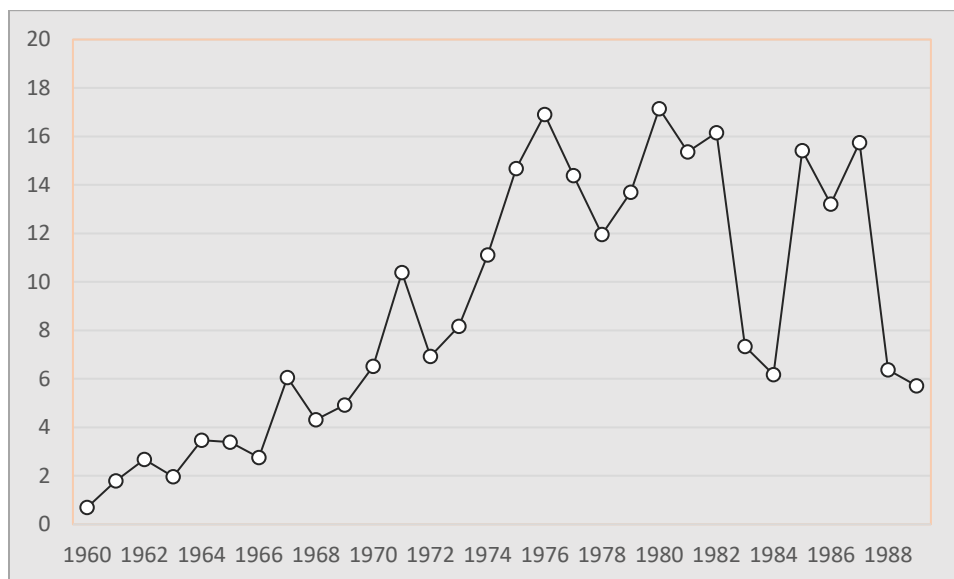
### **7.3 Banco de la Reserva de Nueva Zelanda**

Analizar el caso de la institución monetaria neozelandesa resulta bastante atinente para evaluar las eventuales modificaciones del BCCh, particularmente por las similitudes que pueden visualizarse en; antecedentes históricos que dan pie a nuevos marcos jurídicos para las instituciones, períodos históricos en los que estos fueron desarrollados y estado actual del desarrollo institucional de cada Banco.

La Ley del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, tal como la Ley Orgánica Constitucional N° 18.840 para el caso chileno, data y mantiene su vigencia desde 1989 y dentro de sus definiciones más relevantes establece un cierto grado independencia legal para el Banco y orienta su acción prioritariamente a lograr como objetivo económico la estabilidad de precios. La razón subyacente a

la introducción de esta normativa, es que el país registraba dos décadas con una inflación que promediaba el 11% y una alta variabilidad en los niveles de precios (véase gráfica 6). Estas cifras, aunque no son comparables en escala con el caso chileno, si convergieron en un propósito común centrado en la inflación.

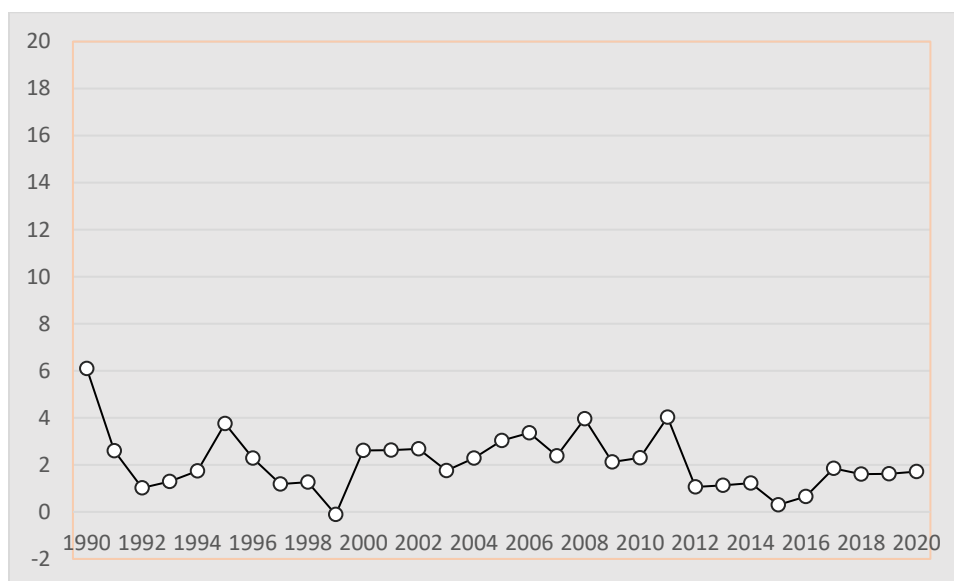
*Ilustración 6 Inflación previa a 1989*



*Fuente: Banco Mundial*

La evaluación del desempeño macroeconómico de la institución, posterior a esta modificación legal, es totalmente positivo. Durante la década de 1990, la inflación promedió 2,4% y desde entonces se ha mantenido como promedio en torno al 2,15% (véase gráfica 7). La conclusión lógica es que las modificaciones legales introducidas, particularmente las referidas al carácter de independencia de la institución y a la estabilidad de precios como objetivo prioritario, condujeron a resultados tan efectivos como en el caso chileno. Pese a esto, existen diferencias sustantivas entre los diseños institucionales que deben ser incorporados al análisis.

*Ilustración 7 Inflación desde 1990*



*Fuente: Banco Mundial*

En primer lugar, todo el contenido jurídico relacionado al RBNZ está contenido en una ley común u ordinaria. La constitución neozelandesa no hace alusión alguna a la institución monetaria y los debates legislativos llevados a cabo sobre la materia no requieren quórumos calificados y/o especiales para introducir modificaciones o adiciones a la normativa. Lo anterior afecta directamente al grado de independencia de la institución, entendiéndose que la expone sin mucha contención al ciclo político y a las decisiones emanadas de este.

En segundo lugar, si bien la estabilidad de precios ha sido considerado en la práctica un objetivo de primer orden para la institución, lo cierto es que la ley establece que el RBNZ tenga como propósito general *“promover la prosperidad y el bienestar de los neozelandeses y contribuir a una economía productiva y sostenible”* y, como un objetivo secundario, *“respaldar el máximo empleo sostenible”*. De esta manera, tanto el propósito general como el mandato dual descrito, amplían el rango de acción de la institución y le permiten diseñar una política monetaria anclada en las interpretaciones que cada miembro del consejo de política pueda realizar.

La última diferencia sustantiva que se puede encontrar entre las normativas, es el grado de coordinación existente entre poder ejecutivo (gobierno) y la institución a cargo de la política monetaria. En el caso neozelandés, el Ministro de finanzas puede entregar orientaciones y disposiciones al Banco, aun cuando este se mantenga como un órgano independiente. De hecho, periódicamente el Ministerio de Hacienda y el Gobernador de la institución, de manera conjunta, definen *“Acuerdos de Objetivos de Política”* (Remit) económica con los cuales establecen metas específicas para ciertos objetivos económicos, marcos para ponderar cada objetivo e inclusive requisitos a cumplir por el comité de política monetaria del Banco. De esta manera, aunque el RBNZ conserva su independencia para decidir como alcanzar metas específicas (autonomía de instrumentos), no dispone de completa autonomía para definir los objetivos específicos de la política monetaria, entendiéndose que las metas son orientadas en gran medida por el poder ejecutivo, siempre bajo el marco general y los objetivos establecidos por la vigente legislación.

Pese a que la ley no autoriza a un Ministro a exigir a funcionarios/as o al banco en general a ejecutar un acto en particular o la obtención de resultados concretos, si existe una injerencia efectiva sobre la actividad de la institución que podría atentar contra la independencia del RBNZ o apartarla del cumplimiento de sus objetivos centrales. Como ejemplo de lo anterior, durante fines del año 2020 el Ministro de Finanzas envió una carta al Gobernador del Banco para instruirle que incluyera los precios de la vivienda en su proceso de toma de decisiones y aplicara políticas para intervenir el mercado de la vivienda. Con posterioridad, durante febrero de 2021, el tesoro implementó cambios en el Remit, agregando que *“La política del gobierno es apoyar precios de la vivienda más sostenibles, incluso reduciendo la demanda de los inversores por las viviendas existentes, para mejorar la asequibilidad en compradores de primera vivienda”*. De esta manera, el nivel de coordinación existente entre las partes puede alejar al Banco de la Reserva de sus objetivos primordiales y reorientar el uso de la política monetaria a la resolución de problemas estructurales, sin la efectividad ni las herramientas adecuadas.

Respecto a otros elementos del diseño institucional del Banco de la Reserva, se puede destacar que; la política monetaria es definida en Monetary Policy Committee (MPC), instancia conformada por 7 miembros, que define principalmente el enfoque mediante el cual se pretenden alcanzar los objetivos operativos de la institución. Desde el año 2002, el Banco de la Reserva (tal como lo hace el BCCh) utiliza metas de inflación a mediano plazo, enfocadas en mantener la inflación promedio cercanas a un punto medio objetivo de 2% con un rango de tolerancia desde 1% a 3%. Respecto al empleo, no se establece un objetivo numérico fijo, sino que se utilizan indicadores de múltiples características para evaluar un nivel máximo de empleo sostenible. La institución, de manera trimestral debe entregar informes sobre política monetaria al Ministro, en los que establece, entre otras cosas, el enfoque adoptado por el MPC para lograr los objetivos definidos en el Remit y el razonamiento utilizado para adoptar tal enfoque. La política monetaria se aplica controlando la Tasa Oficial de Efectivo (OCR) pero también se dispone de herramientas como: compras de activos a gran escala (Quantitative Easing), programas de financiamiento para bancos, tasas de efectivo negativas, swaps de tasas de interés y compras/ventas de activos extranjeros.

### **7.3.1 Nueva Ley del Banco de la Reserva**

Una de las principales razones por la cual el RBNZ constituye una buena referencia para las eventuales modificaciones realizadas sobre el diseño institucional del BCCh, es que Nueva Zelanda es uno de los pocos países que recientemente ha evaluado y redefinido el diseño institucional de su Banco Central. El proceso comenzó en 2017, cuando el gobierno encargó una revisión integral de la Ley del Banco de la Reserva de 1989. Su objetivo era garantizar que Nueva Zelanda siguiera teniendo un marco de política monetaria y financiera moderno y adecuado para el futuro. Esta revisión implicó una amplia consulta pública y fue realizada conjuntamente por el Banco de la Reserva y el Tesoro, con apoyo de un grupo de asesoría independiente. El proceso constó de dos fases:

Fase 1: La revisión se centró en la política monetaria y fue completado en 2018. En esta fase se modificó el objetivo de la política, se estableció un comité de política monetaria con representación externa y se profundizó en transparencia, responsabilidad y rigor en la toma de decisiones.

Fase 2: La segunda fase se encargó de realizar una revisión de amplio alcance de nuevos acuerdos de gobierno y modelo de financiamiento, lo que finalmente derivó en que el Gobierno decidiera sustituir la ley de 1989 por una nueva Ley del Banco de la Reserva de 2021. Esta ley fue aprobada en agosto del presente año e introduce como principales cambios lo siguiente:

- Se establece una nueva junta de gobierno responsable de toda la toma de decisiones, exceptuando las adoptadas por el comité, que promueva la diversidad entre sus miembros.
- Se recrea el rol de Gobernador como director ejecutivo y miembro de la nueva junta.
- **Se introduce un objetivo general de estabilidad financiera: proteger y promover la estabilidad del sistema financiero de Nueva Zelanda.**
- Se establece que el ministro de Finanzas emita una Remisión de Política Financiera que la junta debe tener en cuenta.
- Se permite al ministro dirigir al Banco de la Reserva para mantener un nivel mínimo de capital para establecer una tolerancia financiera dentro de la cual se pueda llegar a cabo las operaciones de forma independiente.

## 7.4 Crisis climática y Bancos Centrales

### 7.4.1 Contexto climático

La principal causa tras el aumento de la temperatura en la Tierra se encuentra en las emisiones de gases de efecto invernadero producidas por la actividad humana (emisiones de naturaleza antrópica). Desde mediados del Siglo XX, el calentamiento global se ha intensificado y en la actualidad las consecuencias sociales, ambientales y económicas son progresivamente más evidentes. Aunque gran parte de la responsabilidad de la crisis climática puede atribuirse a las principales potencias económicas (Estados Unidos, China y Unión Europea) del globo, la solución requiere colaboración y acción conjunta. En ese sentido, desde 2015 con la aprobación de la Agenda 2030 de las Naciones Unidas y la firma del Acuerdo de París sobre Cambio Climático, se ha profundizado en multilateralismo y acción gubernamental. Sin embargo, la profundidad, escala y velocidad que requieren las medidas de mitigación y transición a economías sostenibles ha forzado evaluar la posibilidad que inclusive bancos centrales orienten sus operaciones y política monetaria a esta misión climática.

Esta puerta comenzó a abrirse el año 2015, cuando Mark Carney, ex Gobernador del Banco de Inglaterra y Presidente del Consejo de Estabilidad Financiera, pronunció su célebre discurso titulado *‘la tragedia del horizonte’*, el cual sirvió para involucrar plenamente a las instituciones monetarias en la lucha contra el aumento de la temperatura y sus potenciales consecuencias devastadoras. En ese discurso, argumentó que el cambio climático amenazaría la capacidad de adaptación financiera y la prosperidad en el largo plazo, afectando la estabilidad financiera por medio de 3 canales; riesgos físicos, riesgos de responsabilidad y riesgos de transición. Carney aseguraba que el cambio climático es dramático puesto que sus impactos *‘se sentirán más allá de los horizontes tradicionales de la mayoría de los actores, imponiendo un costo a las generaciones futuras que la generación actual no tiene un incentivo directo para solucionar’*. Veía en esta urgencia, la necesidad de que los bancos centrales asumieran un rol secundario, no obstante, admitiendo que *‘no corresponde a las autoridades financieras dirigir la transición a una economía baja en carbono, ni a los bancos centrales posicionarse a favor de una respuesta política u otra, eso es competencia gubernamental, sin embargo, estas autoridades deben tener un interés claro en asegurar la estabilidad financiera’*.

La pregunta clave es ¿por qué los bancos centrales deben preocuparse del tema? ¿Es su responsabilidad reorientar sus operaciones y política monetaria a este propósito? ¿Qué esfuerzos y medidas concretas pueden realizarse?. Responder a estas interrogantes requiere profundizar el

análisis e indagar en primera instancia cuáles son los riesgos, amenazas y/o oportunidades que la crisis climática supone para el accionar de los bancos centrales.

#### **7.4.2 Riesgos, amenazas y rol de los bancos centrales**

La crisis financiera del año 2008 ilustró las implicaciones de la omisión de los objetivos de estabilidad financiera en gran parte de los mandatos de los Bancos Centrales. Tal como esa crisis, la climática puede afectar el entorno político en el que operan estas instituciones y con ello reorientar su accionar. Actualmente, se ha extendido el consenso general de que las instituciones monetarias no pueden ignorar la crisis climática dado que los riesgos derivados de ella pueden afectar directamente las responsabilidades básicas tradicionales de los bancos, en particular la estabilidad monetaria y financiera. Para Cœuré (2018), la crisis climática, en lo que respecta a estas instituciones, afectará de manera previsible la forma de conducir la política monetaria en tres ámbitos:

- a) Capacidad para identificar correctamente los shocks que impacten a la economía.
- b) En la distribución de los shocks, en el sentido de que cuanto más se ignoren los riesgos ambientales mayor será el riesgo de ocurrencia de eventos catastróficos y más posible que sus consecuencias sea irreversibles para la economía.
- c) En la persistencia de los shocks y la compensación de los efectos de la inflación que los bancos puedan asumir.

A nivel de objetivos, está ampliamente acordado que una alta inflación distorsiona el proceso de toma de decisiones de los agentes económicos (ahorro, inversión y producción) y, por lo tanto, ralentiza el crecimiento económico. Esto ha implicado que la mayoría de las bancas centrales tengan como objetivo prioritario mantener una inflación baja y estable por sobre objetivos de carácter secundario como preservar la estabilidad financiera, promover el pleno empleo o, en términos generales, apoyar la política económica de los gobiernos.

Esta visión respecto al rol de la política monetaria es impactada por la crisis climática, toda vez que los riesgos y amenazas derivadas de ella afectan directamente los objetivos tradicionales de estas instituciones. Por ejemplo, la crisis climática podría tener serios efectos sobre la producción agrícola (interna y externa) y, por lo tanto, sobre los precios de los alimentos que resultan un componente muy importante del nivel de precios general de la economía. En paralelo, sequías e inundaciones, pueden perturbar directamente la oferta de productos agrícolas, por lo que, para economías altamente dependientes (particularmente economías en desarrollo) de esta industria, los efectos sobre ingreso y empleo agregados, pueden ser aún más profundos.

No siendo suficiente con lo anterior, inclusive las propias políticas adoptadas por los gobiernos con fines centrados en la sostenibilidad y la crisis, podrían afectar la efectividad y el desempeño de la política monetaria. Buen ejemplo de esto son políticas de mitigación como impuestos al carbono, sistemas de comercio de permisos y regulaciones ambientales que, por ejemplo, en el caso de un régimen de metas de inflación estrictos, podrían inducir a un banco central, ante un alza en el nivel de precios, a una fuerte subida de las tasas de interés, lo que ralentizaría más la economía, provocaría la apreciación del tipo de cambio y, aunque previsiblemente permitiría reducir la inflación, podría tener un efecto negativo tan innecesariamente alto en términos de producto que no compensara su intervención.

En general, la literatura disponible reconoce que existen 3 derivados de la crisis climática que pueden afectar la economía y la acción de un banco central. Estos riesgos son los siguientes:

1. Riesgo de transición: Los cambios de política, precio y valoración asociados al proceso de mitigar el cambio climático y reducir las emisiones de carbono, generarán incertidumbre. Este tipo de políticas también afectará fuertemente la valoración de empresas intensivas en carbono.
2. Riesgos físicos: Inundaciones, tormentas y otros peligros naturales provocados por la crisis pueden dañar directamente a una economía o indirectamente interrumpiendo cadenas de producción y suministros globales. Además, podría tener impacto sobre el sector de las aseguradoras, la sostenibilidad de la deuda y la situación fiscal del país.
3. Riesgos de responsabilidad: Los agentes pueden buscar compensaciones y/o indemnizaciones por los potenciales daños financieros generados por extractores o emisores de carbono y contaminadores.

Incluso respecto al impacto sobre la estabilidad financiera, dado que los riesgos relacionados con la crisis no son lineales, es posible que se generen puntos de inflexión con reevaluaciones drásticas del riesgo, que podrían conducir a un *‘momento climático de Minsky’* (la propia estabilidad financiera conduce a la inestabilidad), por lo que, en la medida que el potencial de estos riesgos sea mayor y atente contra la estabilidad de bancos, compañías de seguros y otros actores financieros, la banca central deberá asumir mayor o menor grado de responsabilidad en este contexto.

A nivel operativo, incluso las autoridades monetarias pueden tener por objeto *‘educar’* a las instituciones financieras respecto a las implicaciones del cambio climático (Dikau et al, 2019) o, en su defecto, ayudar a bancos, compañías aseguradores y otras entidades a evaluar su propia exposición y resistencia a la crisis (Georgieva, 2019).

En virtud de estos antecedentes es claro que un banco central que no aborda los riesgos derivados de la crisis climática no está cumpliendo cabalmente con su trabajo. Incluso, las instituciones sin objetivos de sostenibilidad explícitos o implícitos deberían incorporar, al menos, los riesgos físicos y de transición en el marco de implementación de políticas básicas para salvaguardar de manera eficiente la estabilidad macrofinanciera. Pese a esto, no existe completo acuerdo respecto al grado en que la crisis deba ser incorporada en los marcos existentes, o si las instituciones deben desempeñar un papel de apoyo o promoción en la ampliación de finanzas verdes.

El potencial papel de los bancos centrales en la promoción de un sistema financiero verde y en ecologización de la economía es polémico porque, como se podrá notar en los casos prácticos presentados posteriormente, se argumenta que un rol muy activo puede tener serios efectos distorsionadores sobre el mercado, además de generar un conflicto respecto al cumplimiento de los objetivos comúnmente prioritarios de la institución. Inclusive, este enfoque *‘activista’* podría plantear un problema a nivel funcional conocido como *‘regla de Tinbergen’*. Este término fue acuñado por el físico Jan Tinbergen en la década de 1950, cuando sostuvo que *‘para alcanzar un número determinado de objetivos, las autoridades requieren de igual número de instrumentos de política independientes entre sí’*. Dicho de otro modo, si introdujeran al mandato de un banco central objetivos de carácter ambiental, las instituciones requerirían de igual modo, estar equipadas con instrumentos efectivos para tales objetivos que no comprometan el cumplimiento de otros.

Pese a lo anterior, este enfoque promocional conceptualizado como *‘banca verde’* ha sumado adherentes, particularmente en economías en desarrollo y emergentes que han definido políticamente que sus bancos centrales contribuyan activamente a la ecologización del sistema financiero y económico, asumiendo metas a largo plazo como el desarrollo y crecimiento económico, promoción de la sostenibilidad y mitigación del cambio climático. La justificación para

asignar tales objetivos a un banco central está en que se asume que estas instituciones tienen herramientas efectivas para influir tanto en la asignación del crédito como en el comportamiento de la inversión. Al respecto, el economista estadounidense Joseph Stiglitz (1994) sugirió que, para superar discrepancias entre el rendimiento privado y social, se puede justificar un crédito dirigido, préstamos restringidos a ciertas actividades y promoción de inversión en otras. Aun así, este tipo de intervención del banco central constituye un *“second best”* al problema de la imperfección del mercado, entendiendo que la mejor solución sería eliminar la falla de mercado, por ejemplo, por medio de un mecanismo de fijación de precios de carbono que internalice los costos sociales de las emisiones de carbono para prevenir o desincentivar inversiones ambientalmente indeseables.

Históricamente estas políticas han sido utilizadas generando distorsiones sustanciales en los sistemas financieros con efectos no deseados sobre el ahorro y los precios. Esta intervención implica asignar recursos hacia dentro o hacia fuera de ciertas industrias, favoreciendo con esto ciertos sectores específicos de la economía por sobre otros, lo que no resulta compatible con la visión ortodoxa y moderna de la independencia y neutralidad de la política monetaria y, en consecuencia, ha sido fuertemente criticada como posible rol a adoptar por los bancos centrales ante la crisis climática.

### 7.4.3 Mandatos legales

Tal como se mencionó previamente, la crisis climática constituye un desafío que obligatoriamente deberán afrontar los bancos centrales. En ese sentido, un punto de partida para analizar qué están realizando las instituciones en lo que respecta a esta materia, es analizar sus mandatos legales y la incorporación o no de objetivos de carácter ambiental o que guarden relación con la sostenibilidad de las economías.

Los datos disponibles indican que hasta el momento sólo el 12% de los bancos centrales tienen un mandato legal que incorpora explícitamente la promoción de un crecimiento o desarrollo sostenible. Concretamente son 15 los países que han definido como objetivo explícito para sus instituciones monetarias, la promoción de la sostenibilidad en la economía. Estos corresponden mayoritariamente a economías emergentes o en vías de desarrollo. Como ejemplos de mandatos legales con estas características se encuentran los siguientes (véase tabla 3).

*Tabla 3 Sostenibilidad en los mandatos legales*

País	Objetivo
República Checa	<i>“Sin perjuicio de su objetivo principal, el Banco Nacional Checo apoyará las políticas económicas generales del Gobierno que conduzcan a <b>crecimiento económico sostenible</b> y las políticas económicas generales de la Unión Europea con el fin de contribuir a la consecución de los objetivos de la Unión Europea”</i>
Hungría	<i>“Sin perjuicio de su objetivo principal, el Banco Nacional de Hungría deberá apoyar el mantenimiento de la estabilidad del sistema de intermediación financiera, mejorar su resiliencia, <b>contribuir al crecimiento económico sostenible</b> y, además, apoyar la</i>

	<i>política económica del gobierno utilizando los instrumentos a su disposición</i>
Malasia	<i>“Los principales objetivos del Banco serán promover la estabilidad monetaria y la estabilidad financiera conducentes al <b>crecimiento sostenible de la economía de Malasia</b>”</i>
Filipinas	<i>“El objetivo principal del Bangko Sentral es mantener la estabilidad de precios conducente a un equilibrio y <b>crecimiento sostenible de la economía</b>. También promoverá y mantendrá la estabilidad monetaria y la convertibilidad de la moneda”</i>
Sudáfrica	<i>“El objetivo principal del Banco será proteger el valor de la moneda de la República en interés del <b>crecimiento económico equilibrado y sostenible de la República</b>”</i>

*Fuente: Elaboración propia*

La forma más común, aunque implícita, mediante la cual las instituciones están incorporando en su marco de política los desafíos ambientales es a través del apoyo a la política económica del gobierno nacional y la orientación general que éste pueda proveer al banco. Actualmente, un 40% de los bancos centrales incorpora dentro de su mandato la tarea de apoyar la política económica del gobierno nacional, sin perjuicio de sostener la estabilidad de precios, y ha sido mediante la interpretación de este mecanismo que los bancos se han involucrado en el desafío, con prácticas que comprenden, por ejemplo, incorporación de criterios SRI en la gestión de carteras propias, análisis de exposición del sistema financiero, pruebas de resistencia y expectativas supervisoras, entre otras medidas.

#### **7.4.4 Consideraciones climáticas en la práctica**

Con fines de ilustrar cómo ha operacionalizado esta interpretación cada banco, a continuación, se presentan algunas iniciativas realizadas por diferentes bancos centrales, centrando la atención en última instancia, en las actividades desarrolladas por el Banco Central Europeo.

##### **a) Banco de Inglaterra**

El Banco de Inglaterra es un ejemplo de una institución monetaria que no posee un mandato legal que haga referencias explícitas a la sostenibilidad pero que, a pesar de esto, ha sido acusado de sobrepasar su mandato abordando desafíos de carácter ambiental. Concretamente, el mandato de este banco consiste en resguardar la estabilidad de precios, no obstante, se estipula que debe respaldar la política económica del gobierno, específicamente en materia de crecimiento y empleo. Esta última consideración es clave, puesto que la política económica del gobierno está actualmente enfocada en el crecimiento sostenible y equilibrado de la economía, por lo tanto, aunque de manera indirecta, el Banco de Inglaterra está llamado a asumir acciones enfocadas en la sostenibilidad de la economía local.

En la práctica, durante el año 2020, la institución publicó su primera divulgación financiera relacionada al clima, exponiendo en ella su enfoque para gestionar los riesgos del cambio climático en todas sus operaciones y las medidas adoptadas para mejorar la comprensión del Banco respecto a estos riesgos. Este documento detalla la estructura y procesos de gobernanza utilizados para

gestionar los riesgos relacionados con el clima, el enfoque para establecer una estrategia climática y gestionar su implementación y el enfoque de la gestión de riesgos financieros relacionados a la crisis climática, incluyendo métricas para medir y monitorear riesgos y objetivos de carácter ambiental. Sumado a lo anterior, se evaluaron los riesgos a los que está expuesta su cartera de activos financieros, incluidos aquellos activos que se mantienen con fines de implementar la política monetaria. Las métricas utilizadas se enfocaron en evaluar la huella de carbono de cada activo y su exposición a los riesgos físicos y de transición anteriormente descritos.

Durante el presente año se esperaba que el Banco realizara pruebas de resistencia de los bancos y otras entidades financieras del país, básicamente con el objeto de i) Considerar si los flujos de financiación son consistentes con una transición ordenada para el cumplimiento de los fines establecidos en el acuerdo de París y ii) Evaluar la resistencia del sistema financiero a shocks de corto plazo incluyendo un eventual momento Minsky climático.

#### **b) Nederlandsche Bank**

Para el caso del DNB (banco central de Países Bajos), aunque tampoco está explícito el concepto de sostenibilidad entre sus objetivos, ha sido reconocido públicamente por integrar formalmente la sostenibilidad en el marco operativo de su política monetaria. La misión del Banco había sido modificada producto de la crisis financiera de la década anterior, estipulando como objetivo adicional *“salvaguardar la estabilidad financiera y contribuir así a la prosperidad sostenible en los Países Bajos”*. En la práctica, la institución ha integrado consideraciones de sostenibilidad en sus investigaciones económicas, ha considerado formas de *“impactar las decisiones de inversión y la asignación de crédito”* y contribuir a *“transformar la infraestructura financiera”* para apoyar la transición a una economía baja en carbono.

#### **c) Banco de Bangladesh**

El Banco de Bangladesh ha declarado públicamente su compromiso con la búsqueda de un desarrollo verde, bajo en emisiones de carbono, y que no comprometa su crecimiento y desarrollo social. En línea con lo anterior, ha asumido un rol activo como orientador del sector financiero, adoptando y promoviendo prácticas bancarias verdes para todo el sector.

Si bien el actual mandato determina que el Banco debe encargarse de *“Administrar el sistema monetario y crediticio de Bangladesh con miras a estabilizar el valor monetario interno y mantener un valor nominal externo competitivo del Taka de Bangladesh para fomentar el crecimiento y el desarrollo del país”* y la sostenibilidad no forma parte de éste, la institución ha sido pionera en utilizar proactivamente sus herramientas de política monetaria para ecologizar el sistema financiero.

El eje central de su plan de acción corresponde a un programa de refinanciamiento verde. Este programa consiste en poner a disposición del sector financiero fondos a tasas preferenciales, bajo la condición de que los préstamos que las respectivas instituciones financieras entreguen posteriormente sean dirigido a segmentos específicos de la economía. La iniciativa fue puesta en marcha durante 2009, centrándose en orientar recursos hacia industrias como la de energía solar, biogás, tratamiento de residuos, entre otras, y durante 2019 fue ampliado para incluir todas las industrias orientadas a la exportación del país.

El análisis ex post del programa evidencia el éxito que ha logrado en generar incentivos para que bancos comerciales e instituciones financieras de crédito detecten oportunidades de préstamos

verdes. En definitiva, ha constituido una herramienta útil para catalizar la transición hacia un sistema financiero sostenible y una economía baja en emisiones de carbono.

#### **d) Banco Popular de China**

Al igual que en los casos anteriores, la banca central de China ha implementado iniciativas con fines de transitar a una economía más sostenible. En concreto, durante 2014 el Banco puso en marcha una línea de crédito de mediano plazo (3 a 12 meses) proporcionada contra una garantía elegible, otorgando de esta manera facilidades para el acceso al crédito del sistema financiero.

Previo a 2018, los activos elegibles eran; valores gubernamentales, deuda del gobierno local, bonos financieros de política, letras del banco central y bonos corporativos con calificación AAA. Desde junio de 2018, el PBoC amplió el universo de garantías elegibles para incorporar bonos verdes, bonos emitidos por pymes y bonos emitidos por corporaciones agrícolas y, además, redujo el requisito de calidad de la garantía hasta AA. El resultado fue un alivio a la escasez de garantías que estaban padeciendo instituciones financieras pequeñas y medianas en el mercado local.

De esta manera, se ha PBoC posicionado como una institución que actúa proactivamente mitigando el cambio climático con su política de *“primero entre iguales”* que le permite favorecer temporalmente la financiación de proyectos ecológicos, privilegiando siempre éstos frente a bonos de características similares, pero de mayor impacto ambiental.

Finalmente, el anuncio más reciente del PBoC en lo que respecta a cambio climático fue entregado en las últimas semanas cuando, con motivo de la COP 26 realizada en Glasgow, anunció que proveerá préstamos de bajo costo para apoyar los planes de reducción de emisiones y carbono neutralidad. Este plan será materializado mediante la provisión del 60% de las líneas de crédito que las instituciones financieras abran con un objetivo de reducción de emisiones de carbono, con una tasa de interés por préstamos a un año de 1,75% y con posibilidad de otorgar este crédito dos veces para cada institución financiera.

#### **e) Riksbank de Suecia**

Durante noviembre del año 2020, el Banco de Suecia decidió aplicar una evaluación *“negativa”*, basada en normas y criterios predefinidos, a sus compras de bonos corporativos emitidos por empresas no financieras. Desde 2021 entonces, el Banco tiene la facultad para excluir aquellos bonos que pertenezcan a emisores que no cumplan con estándares y normas globales de sostenibilidad. Esta *“selección negativa”* y los principios utilizados en las compras se sostienen sobre la premisa de que las empresas que infringen principios globalmente aceptados de sostenibilidad representan, en términos relativos, un riesgo financiero mayor.

La selección del Riksbank es aplicada sin comprometer el objetivo de política monetaria que se adopta en el programa de compra de activos. La institución mantendrá su principio de neutralidad del mercado dentro del universo de activos elegibles que cumplan con los criterios de riesgo asociados a la sostenibilidad. Estas evaluaciones de sostenibilidad son realizadas tanto internamente por la institución como utilizando datos de sostenibilidad producidos por un proveedor externo.

Junto a esta iniciativa, el banco ha avanzado en la intención de medir e informar oficialmente sobre la huella de carbono de su cartera de bonos corporativos, buscando con esto crear incentivos para que las instituciones financieras revelen la huella de carbono de sus propios activos e inversiones.

## f) Otros ejemplos

Así como los bancos descritos anteriormente han desarrollado programas e iniciativas que le asignan un rol clave a la política monetaria en la mitigación y/o transición a sistemas financieros y economías más sostenibles, la mayoría de las instituciones monetarias de Europa se encuentra actualmente desarrollando al menos alguna iniciativa enfocada en el desafío climático. En la tabla 4, presentada a continuación, se pueden identificar otras líneas de acción tomadas por algunos de los bancos centrales de la Eurozona.

*Tabla 4 Acciones de otros bancos centrales*

<b>Área</b>	<b>Institución</b>
Incorporación de criterios SRI en la gestión de carteras propias de activos	Banco de España
	Banco de Italia
	Banco de Francia
	Banco de Irlanda
	Banco Nacional de Hungría
	Banco de Suecia
	Banco de Noruega
Análisis de exposiciones al riesgo del sistema financiero	Banco de Finlandia
	Banco de los Países Bajos
	Banco de Inglaterra
	Banco Central Europeo
	Banco de Francia
	Banco de España
Pruebas de resistencia del sector financiero	Banco Nacional de Bélgica
	Banco de los Países Bajos
	Banco Central Europeo
	Banco Nacional de Dinamarca
	Banco de Francia
	Banco de España
Análisis de expectativas supervisoras	Banco de Inglaterra
	Banco de los Países Bajos
	Banco Central Europeo
	Banco de España
	Banco de Portugal

*Fuente: Banco de España*

### 7.4.5 Banco Central Europeo

La institución monetaria que más ha liderado los avances de la política monetaria en el contexto del desafío climático es el Banco Central Europeo, particularmente, desde que Christine Lagarde asumió como nueva presidente del BCE en noviembre de 2019. Desde entonces ha manifestado explícitamente y, en reiteradas ocasiones, su deseo de que el Banco asuma objetivos de lucha contra el cambio climático, transparentando frente al parlamento europeo la disposición absoluta para utilizar todos los instrumentos a disposición del BCE con tales objetivos, despertando fuertes críticas entre los/as adherentes al monetarismo más ortodoxo.

Tal como en la mayoría de los casos presentados, el reto está en compatibilizar acciones preventivas y/o mitigadoras del cambio climático con los objetivos convencionales de la institución, sin perder

efectividad en la consecución de éstos últimos. Los estatutos del BCE, particularmente su artículo 2, establecen que *“El objetivo primordial del SEBC será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de dicho objetivo, el SEBC apoyara las políticas económicas generales en la Unión con miras a contribuir a la consecución de los objetivos de la Unión, tal como se establecen en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea”*. Este último artículo señalado incluye como objetivo para la Unión Europea el **desarrollo sostenible basado en un crecimiento equilibrado**, estabilidad de precios, economía social de mercado altamente competitiva, un objetivo de pleno empleo y progreso social y, un **alto nivel de protección y mejora de la calidad del medio ambiente**.

Esto abre la posibilidad para que el BCE pueda internalizar el desafío de cambio climático dentro del marco de acción de la institución, por ejemplo, mediante la incorporación de riesgos climáticos en sus requisitos de supervisión, alentar a agencias de calificación a explicitar el papel de los riesgos relacionados al clima en el sistema financiero, etc. La principal crítica a esta posibilidad se sostiene en que este tipo de políticas puede socavar la independencia de la institución y reducir su efectividad en la mantención de la estabilidad de precios.

Inicialmente, el primer presidente del BCE Win Duisenberg (2000) estableció que la contribución de la institución a los objetivos económicos más amplios del Tratado de la Unión Europea estaba en sostener precios estables. Su argumento consistía en que *“Un clima de estabilidad de precios es la mejor contribución que podemos ofrecer; y en la medida en que logremos la estabilidad de precios, entonces, como dicta el Tratado, sin perjuicio de esa estabilidad, la política monetaria debería contribuir, y así lo hará, a los demás cometidos económicos específicos en el artículo 2 del Tratado”*. Esta máxima fue plenamente compartida por las siguientes autoridades responsables del BCE, hasta que Lagarde asumió en esta posición. Aunque la nueva Presidenta es clara en que el objetivo prioritario nunca será el cambio climático, se han esbozado fuertes críticas al rol que puede llegar a desempeñar el BCE si continua en esa dirección, aduciendo que puede ser equivalente a abrir una caja de Pandora de consideraciones políticas para los objetivos económicos de la institución y el uso de instrumentos monetarios. Otros presidentes como Jens Weidmann (Presidente del Bundesbank) han sostenido que *“Una política monetaria que persiga explícitamente objetivos de política medioambiental corre el riesgo de sobrecargarse”*, mientras que Patrick Honohan (Gobernador del Banco Central de Irlanda) ha dicho que *“.. en su intento de ser neutrales con el mercado, los Bancos Centrales se arriesgan a ser percibidos como contrarios a un creciente consenso de que es necesaria una suma de acciones privadas y públicas para abordar el cambio climático”* lo cual, en sus palabras, podría servir inclusive para reforzar la idea de que la independencia de estas instituciones se encuentra plenamente justificada.

Como puede evidenciarse, el disenso está en qué tan activo debe ser la institución frente a este desafío, mas no en si debe incorporar la crisis climática en su marco de acción de política monetaria, entendiendo que la crisis afecta prácticamente el abanico completo de instrumentos desplegados por los bancos, desde supervisión financiera, hasta compras de activos en mercados secundarios y operaciones de mercado abierto.

De esta manera su accionar puede crear incentivos para que entidades financieras reasignen sus carteras en detrimento de activos que contribuyen significativamente al cambio climático, así como de activos altamente expuestos a consecuencias negativas de daños contra el cambio climático y favoreciendo activos que contribuyan a mitigar o adaptar la economía a esta crisis.

Otra alternativa que podría analizar la institución con un impacto más directo, es que el Consejo de la institución reduzca los *Haircuts* o descuentos aplicados sobre los activos verdes utilizados como

garantías en operaciones financieras. En paralelo, el Consejo podría sesgar conscientemente su estructura de compras de activos desde sectores ‘*marrones*’ hacia activos de origen ‘*verde*’.

En última instancia el BCE podría plantearse utilizar su propia cartera de inversión, es decir, los activos que adquiere y mantiene para financiar sus gastos operativos, sesgando la distribución hacia la adquisición de activos verdes, sirviendo también como un ejemplo a imitar por otras instituciones financieras.

En línea con las posibilidades planteadas, la institución ha optado en los últimos dos años por avanzar en el análisis de cómo puede contribuir, desde su restringido mandato, a limitar las consecuencias económicas y sociales de la crisis climática. De esta manera, se han configurado las siguientes áreas de trabajo:

- a) Análisis macroeconómico de las consecuencias derivadas directamente del riesgo de cambio climático y de las políticas destinadas a la mitigación y adaptación de este riesgo, y su incorporación en los modelos y proyecciones macroeconómicas.
- a) Análisis de las repercusiones del cambio climático en la ejecución de la política monetaria, que forman parte de la revisión de la estrategia de la política monetaria que se está llevando a cabo, teniendo en cuenta el mandato del BCE.
- b) Implantación de una estrategia SRI en su cartera propia. Esta política también se aplica en el fondo de pensiones para sus empleados.
- c) Seguimiento y evaluación del riesgo climático desde la perspectiva de la estabilidad financiera y preparación de una prueba de resistencia climática top-down, considerando riesgos de transición y físicos para un plazo de 30 años y utilizando escenarios prospectivos.
- d) En el ámbito de la supervisión bancaria, el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) incluyó los riesgos climáticos en sus mapas de riesgos para 2019 y 2020, y ha elaborado unas expectativas supervisoras para entidades significativas que suponen una descripción de cómo se espera que se integren los riesgos climáticos y medioambientales.
- e) Participación en foros de la UE —por ejemplo, contribuyendo a las iniciativas regulatorias en marcha— e internacionales como parte de la Comisión Ejecutiva de la NGFS. Asimismo, el BCE cuenta con su propio sistema de gestión medioambiental de la institución.

#### **7.4.6 Banco Central de Chile**

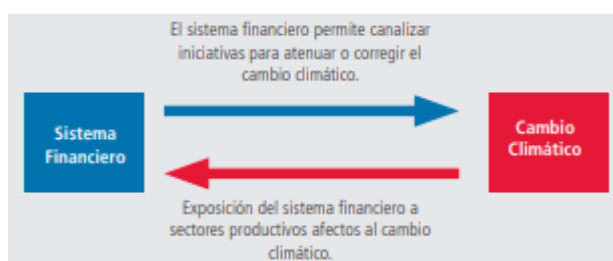
Como ha quedado de manifiesto en las anteriores secciones, la mayoría de las instituciones monetarias han profundizado en la adopción de programas y/o iniciativas que incorporan la crisis climática en sus decisiones de política monetaria. Basado en las discusiones materializadas y en los ejemplos ya descritos, la única alternativa que, a esta fecha, pareciera que un banco central puede desechar, es no considerar los efectos de la crisis climática dentro de su marco de política monetaria y asumir que su mandato legal le inhibe completamente de asumir un rol pasivo/activo en esta materia.

De esta manera, analizar cuáles son las acciones que ha tomado el BCCh en esta materia hasta la fecha permitirá establecer una brecha que permita sugerir algunas sugerencias aplicables a la institución chilena, ante una eventual reformulación de sus bases institucionales; objetivos, autonomía y gobernanza.

El primer paso del BCCh al respecto fue emitir una declaración conjunta en la cual declara pleno compromiso e interés en promover una adecuada gestión de riesgos y oportunidades asociados al cambio climático, con el objeto de mantener el desarrollo y la estabilidad del sistema financiero. En esta declaración se establece que la relación entre cambio climático y sistema financiero se evidencia en dos dimensiones (véase gráfica 8):

1. Oportunidades: Del sector financiero para asumir un rol clave en la movilización y canalización de recursos útiles en la transición hacia una economía carbono neutral.
2. Riesgos: Por la exposición del sector a riesgos físicos y de transición producto de la existencia de eventos climáticos severos y cambios en los patrones a largo plazo del clima y propios del ajuste y la adaptación de los agentes económicos a una economía carbono neutral.

**Ilustración 8 Relación sistema financiero y cambio climático**



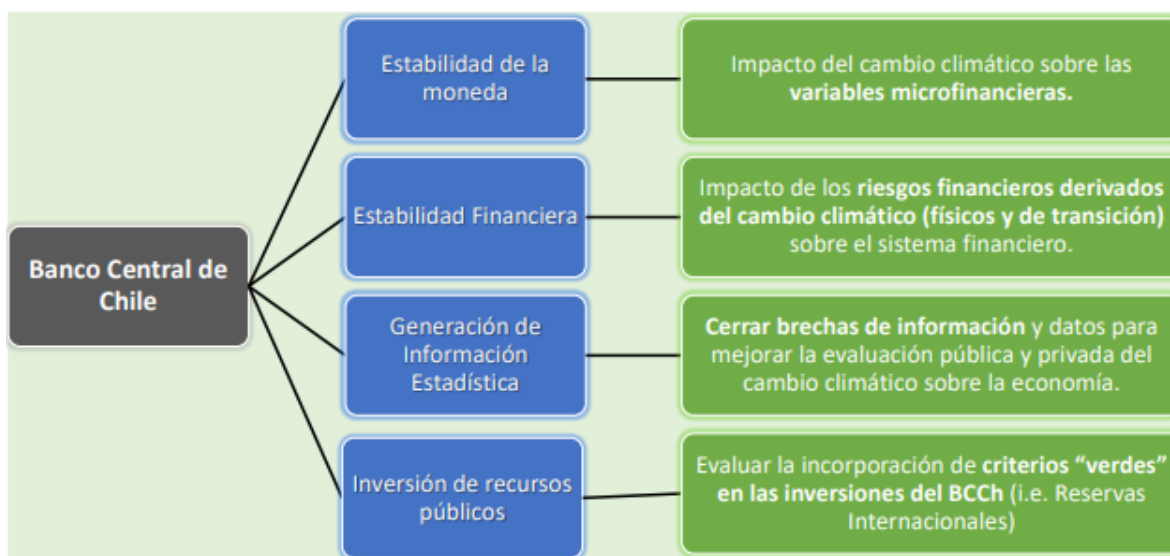
Fuente: Banco Central de Chile

El comunicado también daba cuenta de una genuina voluntad para establecer una mesa público – privada de finanzas verdes que permitiera definir una agenda de diálogo y trabajo conjunto a largo plazo para que el sector financiero disponga de las capacidades necesarias para identificar e incorporar oportunidades y riesgos en sus estrategias y toma de decisiones.

Recientemente, el BCCh se ha incorporado a la Red Internacional de Bancos Centrales y supervisores para enverdecer el Sistema Financiero (NGFS). Se espera que, con esto, la institución apoye los objetivos de la Red, participe en sus líneas de trabajo y adopte sus recomendaciones, en permanente coordinación con la Comisión para el Mercado Financiero.

Los últimos informes de la instituciones han transparentado que ésta se encuentra abordando 4 grandes áreas de trabajo (véase ilustración 9) con el fin de evaluar el impacto del cambio climático sobre variables macrofinancieras, analizar el impacto de riesgos físicos y de transición sobre el sistema financiero, cerrar brechas de información y datos y evaluar la incorporación de criterios verdes en las inversiones del BCCh.

*Ilustración 9 Áreas de trabajo BCCh*



*Fuente: Banco Central de Chile*

En paralelo, acogiendo algunas recomendaciones de la Red de bancos, el Ministerio de Hacienda trabaja en la definición de una taxonomía para el cambio climático que permita identificar actividades, industrias y/o empresa con mayor/menor grado de sostenibilidad y, por su parte, la Comisión para el Mercado Financiero se está encargando de divulgar información relacionada a la exposición del sector financiero a los riesgos inherentes a la crisis climática.

#### **7.4.7 Red para Ecologizar el Sistema Financiero**

En diciembre de 2017 se creó la Red de Bancos Centrales y Supervisores para Ecologizar el Sistema Financiero, con el objeto principal de facilitar una respuesta global orientada al cumplimiento de los objetivos establecidos en el Acuerdo de París y reforzar el papel del sistema financiero en la gestión de riesgos climáticos y en la movilización de capital dirigido a inversiones verdes y bajas en carbono, en un contexto más amplio de desarrollo sostenible.

La red contó inicialmente con 8 bancos centrales y supervisores, entre ellos; Banco de México, Banco de Inglaterra, Banco de Francia, Banco de los Países Bajos, Banco Federal Alemán, autoridad monetaria de Singapur y Banco Popular de China. Actualmente la red NFGS está integrada por 87 miembros (bancos centrales e instituciones supervisoras) y 13 instituciones observadoras. Las últimas instituciones que se han incorporado fueron la Reserva Federal de Estados Unidos en diciembre de 2020, el Banco Central de Chile en febrero de 2021 y el Banco de la Reserva de la India en abril de 2021.

La orgánica de la Red consta de un Presidente, un Comité directivo y tres grupos de trabajo permanentes dedicados al análisis de:

- i) Supervisión macroprudencial
- ii) Implicaciones macroeconómicas y riesgos para el sistema financiero.
- iii) Fomento de finanzas sostenibles e incorporación de sostenibilidad en las acciones propias de los bancos centrales.

Adicionalmente, se cuenta con dos grupos transversales dedicados al análisis de brechas de datos existentes e identificación de áreas de investigación.

Desde 2019 hasta la fecha, la Red ha elaborado y publicado cerca de 17 informes enfocados en esta materia, que pueden describirse brevemente en la siguiente tabla:

*Tabla 5 Informes NFGS (2019 - 2021)*

<b>2019</b>	
A call for action. Climate Change as a source of financial risk, First comprehensive report.	Publicación de seis recomendaciones de carácter voluntario para bancos centrales y supervisores y para responsables del diseño de políticas públicas.
Macroeconomic and financial stability. Implications of climate change.	Revisión de literatura que sugiere que tanto riesgos físicos como los de transición asociados al cambio climático tienen implicaciones macroeconómicas y de estabilidad financiera relevantes.
A sustainable and responsible investment guide for central bank's portfolio management.	Recoge los resultados de una encuesta realizada a 27 miembros de la red, con lo que concluyen que 25 instituciones ya han adoptado, o planean hacerlo, principios de SRI en los marcos de inversión de sus carteras propias.
<b>2020</b>	
A guide for supervisors, integrating climate – related and environmental risks into prudential supervision.	Guía para supervisores a través de seis recomendaciones sobre la incorporación de riesgos medioambientales y climáticos en la supervisión microprudencial.
Status report on financial institutions practices with respect to risk differential between green, non – green and brown financial assets and a potential risk differential.	Encuesta realizada a 49 miembros que no permite concluir la existencia de un riesgo diferencial entre los activos denominados “verdes” y los “marrones”.
NFGS climate scenarios for central banks and supervisors.	Primer documento de la Red dedicado al desarrollo de escenarios climáticos potenciales. Se exploran 3 escenarios posibles: ordenado, desordenado y un mundo donde predomina el calentamiento global.
Guide to climate scenario analysis for central banks and supervisors.	Documento con orientaciones sobre la aplicación de escenarios climáticos en el ámbito de la banca central y de los supervisores.
The macroeconomic and financial stability impacts of climate change: research priorities.	Recopilación de prioridades de investigación.
Climate change and monetary policy: Initial takeaways.	Análisis de las implicaciones que el cambio climático podría tener en el ámbito de la política monetaria, especialmente en las variables macroeconómicas, los canales de transmisión y su incorporación en los marcos analíticos.
Overview of Environmental Risk Analysis by Financial Institutions.	Recoge las características de los principales aspectos de las metodologías de riesgo medioambiental, así como las principales barreras en su adopción por parte de la industria de servicios financieros.
Progress report on the implementation of sustainable and responsible investment practices in central banks' portfolio management	Actualización de los trabajos sobre la incorporación de criterios de SRI en la gestión de las carteras propias de los bancos centrales. La mayoría de los bancos centrales encuestados integran prácticas de SRI en sus carteras, o están considerando su

	integración.
Survey on monetary policy operations and climate change: key lesson for further analyses.	Sobre la base de información pública de 107 bancos centrales, se obtiene que pocos bancos tienen la sostenibilidad como objetivo en sus mandatos. Sin embargo, según una encuesta realizada a 40 bancos, existe una amplia consideración del cambio climático como un reto. La implementación de medidas específicas en sus medidas operacionales todavía se encuentra en una fase muy temprana.
<b>2021</b>	
Adapting central bank operations to a hotter world. Reviewing some options.	Análisis de las implicaciones del cambio climático para los marcos operacionales de los bancos centrales y para la implementación de la política monetaria. Se analizan posibles cambios en tres tipos de políticas; operaciones de crédito, activos de garantía y compras de activos.
Report sustainable Finance market dynamics.	Se ponen de relieve los principales motores y desafíos en la movilización de las finanzas sostenibles; en particular, se centra en el análisis de los avances en divulgación, gestión del riesgo y movilización del capital.
Dashboard on scaling up green finance.	Conjunto de indicadores y datos que permiten conocer el grado de avance y las tendencias en finanzas verdes a través de información relacionada en gran parte con la economía real, la divulgación de información, la movilización de recursos e iniciativas globales de inversión.
Progress report on bridging data gaps.	Primer análisis de las brechas de datos existentes para la evaluación de los riesgos climáticos. Principales retos identificados: disponibilidad, fiabilidad, comparabilidad. Se recomienda avanzar en: taxonomía, divulgación, estándares de métricas, etiquetas y metodologías.
Climate scenarios for central banks and supervisors.	Segunda iteración de los escenarios climáticos publicados en 2020. Se amplían los impactos a escala nacional y las variables económicas y financieras en seis escenarios.

Fuente: Banco de España

Finalmente, esta última sección se centrará en presentar las principales recomendaciones e implicaciones del cambio climático sobre los marcos operacionales de los bancos centrales, así como, sugerir un menú de opciones viables que estas instituciones pueden implementar para afrontar los principales riesgos derivados de la crisis climática.

El primer informe de la red denominado *“A call for action: Climate Change as a source of financial risk”* se centra en establecer las primeras recomendaciones para que bancos centrales y entidades supervisoras adapten e incorporen en sus marcos operativos efectos, riesgos y desafíos derivados de la crisis climática. Este documento establece al menos 6 sugerencias para bancos centrales e instituciones a cargo de la elaboración de políticas públicas de cada país. Con respecto a bancos centrales y entidades supervisoras se les invita a i) integrar los riesgos relacionados con el clima en el monitoreo de la estabilidad financiera y la macrosupervisión, ii) integrar factores de sostenibilidad en la gestión de cartera propia, iii) reducir las lagunas de datos relacionados a los efectos y riesgos inherentes del cambio climático y, por último, iv) crear conciencia, capacidad

intelectual, fomentar la asistencia técnica y el intercambio de conocimientos tanto dentro como entre organismos de carácter público y/o privado del sector financiero.

Respecto a las recomendaciones para las entidades encargadas de la elaboración de políticas públicas se les sugiere i) lograr una divulgación sólida e internacionalmente coherente relacionada con el clima y el medio ambiente y, adicionalmente, ii) apoyar el desarrollo de una taxonomía de carácter ambiental para las actividades económicas de cada nación.

Este informe establece además que las prácticas adoptadas por los bancos centrales están restringidas y deben ser responsables respecto a elementos como; a) su mandato legal, b) inversiones responsables que preserven la liquidez, c) proteger la independencia de la institución, d) prevenir conflictos de interés y, por último, e) equilibrar niveles de transparencia y confidencialidad en su acción.

Es importante destacar que los informes de la red NFGS señalan en reiteradas ocasiones que todos los escenarios posibles dan cuenta de riesgos relacionados con el clima que tendrán efectos significativos sobre los agentes económicos, su comportamiento, las perspectivas económicas, los sistemas financieros y, en último término, sobre la conducción de la política monetaria, afectando particularmente tanto las contrapartes de los bancos centrales como los activos financieros utilizados convencionalmente como canales de transmisión en las operaciones de política monetaria. Esto último puede ser especialmente relevante para aquellos países en los cuales el crédito representa el canal de transmisión predominante, toda vez que puede resultar siendo el más afectado.

Consecuentemente con lo anterior, se invita a que cada banco central decida por sí mismo la mejor manera de compatibilizar las variables anteriormente descritas, entendiendo que bajo ningún punto de vista les corresponde asumir tareas y responsabilidades de un gobierno, por ejemplo, sustituyendo políticas climáticas, pero que tampoco pueden abstenerse y ser mero espectadores en la transición a una economía de cero emisiones. El consenso técnico es que como mínimo deben evaluar dónde adoptar medidas de gestión de riesgos para proteger sus balances y, adicionalmente, analizar cómo pueden complementar acciones de gobierno para facilitar, gestionar y promover la transición climática procurando que su acción no socave la transición o adoptando un apoyo activo a ésta.

Ahora, con el objeto de aterrizar estas consideraciones generales a medidas técnicas viables que cada banco puede se centra la atención en los aportes que el informe *“Adapting central bank operations to a hotter world”* hace a la discusión. Este documento presenta un menú de alternativas para que los bancos centrales incorporen los riesgos climáticos en sus marcos de política monetaria, clasificando éstas medidas en tres campos posibles. Cada uno de ellos, junto a sus respectivas medidas, se presentan en la siguiente tabla:

**Tabla 6 Alternativas operacionales para los bancos centrales**

<b>Campo</b>	<b>Medidas</b>
Operaciones de crédito	Ajustes de precios de créditos para reflejar riesgos climáticos, por ejemplo, condicionando la tasa de interés a medida que los préstamos contribuyan o no a la mitigación del cambio climático o en la medida en que los prestatarios estén descarbonizando su modelo de negocio.
	Ajustes de precios para reflejar composición de

	<p>carteras, por ejemplo, asignando tasas más bajas/altas a contrapartes que prometen configurar sus carteras con mayor/menor proporción de activos con bajas emisiones de carbono como medida de garantía. Una alternativa podría ser establecer una línea de crédito accesible solo contra activos de bajas emisiones.</p>
	<p>Ajustar elegibilidad de las contrapartes. Esto implica condicionar el acceso a algunas facilidades crediticias a la divulgación de información relacionada con el clima de la contraparte o algún otro criterio previamente establecido que permitan hacer una discriminación entre las contrapartes.</p>
Políticas de garantías	<p>Ajustar recortes para tener más en cuenta los riesgos climáticos.</p>
	<p>Excluir activos de garantías que podrían ser elegibles en función de su perfil de riesgo climático.</p>
	<p>Aceptar garantías sostenibles para incentivar a los bancos o mercados de capitales a prestar o financiar proyectos y/o activos que apoyen ciertas actividades ambientalmente “deseables”</p>
	<p>Exigir a las contrapartes que ofrezcan garantías de tal manera que cumplan con estándares y/o métricas relacionadas al clima.</p>
Compras de activos	<p>Sesgar las compras de activos de acuerdo con riesgos relacionados con el clima.</p>
	<p>Excluir algunos de activos de las compras si no cumplen con criterios ambientales establecidos.</p>

Fuente: Elaboración propia

Independientemente de la heterogeneidad de los marcos operativos que puedan tener los bancos centrales, la posibilidad de ajustar las operaciones de cada banco puede evaluarse en función de 4 principios generales, que cada institución deberá ponderar para definir un curso de acción propio. Estos principios son:

- i) Consecuencias para la efectividad de la política monetaria.
- ii) Contribuciones a la mitigación del cambio climático.
- iii) Efectividad de medidas de protección contra riesgos.
- iv) Viabilidad operativa o dificultad para poner en práctica.

Cabe destacar que no existe una única alternativa que permita maximizar el beneficio en los 4 principios propuestos.

En resumen y recogiendo las principales contribuciones de la red NFGS, la concepción de banca central moderna se basa principalmente en 2 estándares comúnmente aceptados. Primero, que la acción de la política monetaria no deber estar dirigida puntualmente a hogares, empresas, regiones y/o sectores económicos específicos. Segundo que, para limitar los riesgos de inflación, es clave una línea de independencia que los gobiernos no puedan transgredir para hacer uso directo o indirecto de la política monetaria. Debido a esto, un banco central debiera abstenerse de realizar tareas que no sean de su competencia y evadir la responsabilidad que les compete a los gobierno de definir políticas contra el cambio climático y hacer uso de herramientas como impuestos al carbono,

emisiones de certificados de carbono, etc., que contribuyan a la transición hacia una economía de emisiones cero.

Pese a esto, la gravedad de la crisis y la velocidad de transformación requerida, puede forzar a que los bancos centrales incorporen criterios de protección y/o mitigación en la formulación de su política monetaria, resguardando su independencia y equilibrando su acción con el efectivo cumplimiento de sus objetivos institucionales prioritarios.

## 8. Conclusiones

Los casos analizados previamente permiten concluir que existen algunos elementos claves en el diseño institucional de cada banco que pueden explicar su capacidad para contribuir, desde la formulación e implementación de la política monetaria, a la estabilidad macroeconómica y el desarrollo económico del país. Estos elementos son; a) grado de autonomía legal, b) autonomía de objetivos y/o de instrumentos, c) período de mandato del Presidente o Gobernador de la institución, d) elementos de coordinación de política económica, e) facultad para financiar déficit fiscal y, por último, f) uso de metas de inflación. Esta investigación ha sostenido que, para la definición del diseño institucional, en términos generales, de una banca central, ha de considerarse cómo se construyen cuatro cimientos claves de ella, entendiendo por estos; autonomía, objetivos, instrumentos y gobernanza de la institución. En ese sentido, los elementos antes definidos y detallados en la tabla 7, permiten tener una aproximación general del diseño institucional de cada uno de los bancos centrales analizados en el capítulo anterior. Basado en esto, es factible comparar a grandes rasgos el diseño institucional del Banco Central de Chile, del Banco de Reserva de Nueva Zelanda, del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos y del Banco Central de la República Argentina, para de esta manera, identificar aspectos claves en el eventual proceso de reforma del diseño institucional del BCCh, asumiendo una relación directa entre el diseño institucional de una banca central y el desempeño macroeconómico al cual podrá conducir la política monetaria.

Basados netamente en aspectos legales (comprendiendo que la práctica puede no corroborarlo), el banco central más autónomo de los analizados es justamente el BCCh, incluso, aunque sea contraintuitivo, por sobre el grado de autonomía del B.C.R.A. Estas cifras están basadas en el índice de Cukierman, Webb y Neyapti, por lo cual su resultado se explica significativamente por la prohibición explícita a nivel constitucional que tiene el BCCh de financiar directa o indirectamente al fisco y por el énfasis casi exclusivo que se le otorga a sostener la estabilidad de precios por sobre otros objetivos prácticos de política monetaria. En general, los bancos centrales analizados suelen tener mandatos más amplios, y la posibilidad de financiar al fisco, aunque no suele contemplarse en la ley en el caso del RBNZ y la FED, no se encuentra restringida a nivel constitucional, lo cual entregaría mayor certeza jurídica de que no sucederá en la práctica, atendiendo a que los quórums necesarios para ello serán difíciles de alcanzar por mayorías transitorias. La única excepción es el B.C.R.A que en su carta orgánica plantea la posibilidad expresa de hacer adelantos al gobierno nacional.

Respecto al período que cada Presidente o Gobernador, según corresponda, está en su cargo, no existen diferencias sustantivas. La mayoría oscila entre 4 y 6 años, tanto en los casos analizados como en aquellos que no fueron incorporados en la investigación. La posibilidad de extender su mandato a cargo de la institución siempre está presente y en manos del poder ejecutivo, que debe nominarlos nuevamente para, posteriormente, recibir la confirmación del poder legislativo. Los mecanismos de remoción de estas autoridades suelen estar acotados a un mal desempeño de la banca central que conducen, en la consecución de los objetivos a los cuales se les mandata. Debido a esto, resulta fundamental acompañar el análisis de los mecanismos de remoción de cada banco, con los objetivos que cada institución tiene, entendiendo que mientras más amplio sea el mandato y en la medida que incorpore objetivos que puedan entrar en disputa, más factible resulta que la máxima autoridad de la institución sea removida de su cargo, algo que potencialmente podría ser perjudicial para la autonomía de la institución.

En lo que respecta a objetivos de la institución, el BCCh y su acotado mandato parece ser un anomalía. En general, junto a la estabilidad de precios, el pleno empleo y la estabilidad financiera suelen tener una importancia similar como objetivos de la política monetaria. Nueva Zelanda es un caso interesante, puesto que señala como principal objetivo del Banco de Reserva contribuir a la prosperidad y al bienestar de los neozelandeses y a una economía productiva y sostenible. Es de los pocos bancos centrales de países de primer mundo que incorporan el concepto de sostenibilidad en su mandato y, por lo tanto, puede ser una buena referencia cuando posteriormente se concluya respecto a la crisis climática y el rol de un banco central. Pese a lo amplio de este mandato, el Banco de Reserva si posee objetivos específicos para su política monetaria, los cuales son; la estabilidad de precios en primer orden y luego el pleno empleo y la estabilidad financiera, recientemente añadida al mandato. El mandato de la FED también posee mayor amplitud y suele ser operacionalizado con un mandato dual enfocado con igual prioridad en la estabilidad de precios y la contribución al pleno empleo de la política monetaria, algo que ha logrado ser bien compatibilizado en la práctica y no ha derivado en efectos nocivos de la política monetaria sobre la estabilidad macroeconómica del país. Una excepción a esto último, es el caso del B.C.R.A, que también posee un mandato amplio pero supeditado explícitamente a las políticas económicas del gobierno nacional, lo cual ha derivado en reiteradas ocasiones en que la institución monetaria sea utilizada casi como una banca de desarrollo y como fuente de financiamiento fiscal permanente, con las consecuencias en materia de inflación y empleo ya descritas.

Otro aspecto clave en el diseño institucional de un banco central es la coordinación, o los mecanismos que existan para ella, entre las directrices o política económica general del gobierno y la política monetaria. En general, la política monetaria debe actuar considerando las orientaciones generales que la política económica del gobierno incorpore, pero en ningún caso, estar supeditada a ella sin discusión previa alguna. Incluso el B.C.R.A, que en su mandato dispone que su acción se enmarque en lo que dicta el gobierno nacional, prohíbe explícitamente que las autoridades monetarias atiendan órdenes directas del gobierno y sólo permite, tal como en el caso chileno, que el Ministerio de Economía cuente con participación y derecho a voz en las sesiones del consejo monetario. La FED ejemplifica un caso donde ambas partes (gobierno y autoridad monetaria) tienen clara línea divisoria. No obstante, el FOMC y la FED deben coordinar su acción con las autoridades monetarias distritales, atendiendo al carácter federal de la institución, sólo deben comparecer ante el Congreso para informar las acciones tomadas y no existe una relación evidente entre el Tesoro y estos. Este bajo nivel de coordinación entre las partes está en línea con el tipo de autonomía que BCCh, FED y B.C.R.A tienen. En todos estos casos, las instituciones tienen autonomía tanto para definir los objetivos a alcanzar como para establecer los instrumentos más apropiados para su consecución.

Nuevamente, el RBNZ es la excepción. El Banco de Reserva sólo tiene plena autonomía para definir cómo alcanzar ciertos objetivos (autonomía de instrumentos), sin embargo, las metas específicas de la política monetaria son consensuadas en "*Acuerdos de Objetivos de Política*" entre Ministro de Finanzas y Gobernador de la institución, previo al inicio de cada ejercicio. Además, en todo momento, la autoridad gubernamental podrá entregar orientaciones y/o disposiciones que, si bien no está obligada a poner en práctica la autoridad monetaria, si deberá tener presente en la formulación de la política monetaria.

*Tabla 7 Principales características de los bancos centrales analizados*

<b>Criterios</b>	<b>Banco Central de Chile</b>	<b>Banco de Reserva de Nueva Zelanda</b>	<b>Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos</b>	<b>Banco Central de la República Argentina</b>
<b>Grado de autonomía legal<sup>12</sup></b>	0,69	0,26	0,18	0,56
<b>Autonomía de objetivos / instrumentos</b>	Ambas	Autonomía de instrumentos. Objetivos definidos conjuntamente.	Ambas.	Ambas.
<b>Período de mandato</b>	5 años.	5 años.	4 años.	6 años
<b>Objetivos</b>	Velar por la estabilidad de la moneda y velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.	Promover la prosperidad y el bienestar de los neozelandeses y contribuir a una economía productiva y sostenible.  Estabilidad de precios.  Respaldar el máximo empleo sostenible.  Proteger y promover la estabilidad del sistema financiero.	Mantener un crecimiento a largo plazo de los agregados monetarios y crediticios acordes con el potencial de la economía a largo plazo para aumentar la producción, a fin de promover eficazmente las metas de máximo empleo, precios estables y tipos de interés moderados a largo plazo.	Promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social.
<b>Elementos de Coordinación de política económica</b>	El Consejo, al adoptar sus acuerdos, deberá tener presente la orientación general de la política económica del Gobierno.	El Ministro de finanzas puede entregar orientaciones y disposiciones al Banco.  Ministerio de Hacienda y el	Sólo entre Reservas distritales y comparecencias ante el Congreso periódicamente.	Ministro de Economía puede participar en sesiones con derecho a voz, pero no a voto.  El Banco no estará sujeto a órdenes,

<sup>12</sup> Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures. (2014). N. Nergiz Dincer and Barry Eichengreen

	<p>Ministro de Hacienda podrá asistir a las sesiones del Consejo, sólo con derecho a voz.</p> <p>El Ministro puede suspender la aplicación de cualquier acuerdo o resolución adoptada por el Consejo, por un plazo no superior a quince días.</p>	<p>Gobernador de la institución, de manera conjunta, definen ‘Acuerdos de Objetivos de Política’.</p> <p>La ley no autoriza a exigir resultados o acciones concretas al Banco.</p>		<p>indicaciones o instrucciones del Poder Ejecutivo Nacional</p>
<b>Financiamiento fiscal</b>	Prohibido a nivel constitucional.	No lo contempla la legislación.	No lo contempla la legislación.	El Banco podrá hacer adelantos transitorios al Gobierno nacional hasta una cantidad equivalente al 12% de la base monetaria.
<b>Metas de inflación</b>	Meta de inflación con objetivo de 2% en una banda de 1% a 3%.	Meta de inflación con objetivo de 2% en una banda de 1% a 3%.	Uso de metas de agregados monetarios. Objetivo de inflación de 2%.	Uso de metas de agregados monetarios.

*Fuente: Elaboración propia*

Vale la pena retomar la discusión teórica que subyace al concepto de autonomía y objetivos de la política monetaria. En general se simplifica esta discusión en un planteamiento binario, en el cual, por un lado, se aboga por un banco central autónomo, mientras que, por otro, se plantea que la institución deba estar bajo control democrático y supeditada a las consideraciones de la política económica contingente del gobierno nacional. En la práctica, la discusión es mucho menos simple en cuanto a las alternativas medias que existen entre ambos extremos. La experiencia comparada muestra que en ningún caso la institución puede utilizar el poder de la política monetaria sin normas de control, comunicación y transparencia exigentes que conecten a la institución permanentemente con el contexto político y social en el cual implementan la política monetaria. No obstante, tampoco es una opción óptima que la institución se encuentre bajo el control efectivo del gobierno nacional o de sectores privados de la economía, toda vez que aquello permitiría conducir la política monetaria con fines políticos y/o en propio beneficio, conduciendo inevitablemente a la sociedad a una inestabilidad macroeconómica persistente. La literatura muestra una clara relación inversa entre autonomía e inflación, pero en ninguna circunstancia define el grado óptimo de autonomía que debe tener un banco central para mantener bajo control la inflación y otras variables macroeconómicas. De ahí que sea tan relevante observar cómo, con diseños institucionales y grados de autonomía diferentes, las instituciones monetarias llegan a resultados disímiles. En ese sentido, tanto el caso de la FED como del RBNZ demuestran que, con grados de autonomía legal menores, mandatos más amplios y elementos de coordinación de política económica más profundos, se puede igualmente mantener una inflación baja y controlada y una macroeconomía equilibrada. Por el contrario, el

B.C.R.A muestra que tampoco es suficiente, para mantener una macroeconomía sana, que la institución monetaria del país cuente un grado de autonomía legal alto. Debido a esto, es importante identificar cuáles son los elementos claves para sostener un grado de autonomía que se traduzca en un buen desempeño económico de la institución. Y en ese sentido, es la propia historia económica de Chile, Argentina y Estados Unidos la respuesta. Lo clave para evitar procesos inflacionarios y sus graves consecuencias económicas es prohibir, mediante el mecanismo que sea oportuno, el financiamiento fiscal directo o indirecto mediante emisión monetaria. Financiar el déficit fiscal con emisión monetaria fue un problema cuando en Chile se hizo para sostener el desarrollo industrial, un problema cuando en Estados Unidos se hizo para financiar guerras y también lo fue, cuando en Argentina se buscó sostener el alto gasto social mediante esta vía. De ahí en más pueden analizarse diferentes elementos para incorporar al diseño institucional del BCCh, que respondan a aspectos de las principales corrientes de política monetaria, a la propia historia económica del país y, por supuesto, a los desafíos económicos que puede contribuir esta institución.

Basado en esto sugeriría que las eventuales modificaciones que se hagan en materia de banco central en el proceso constituyente se limiten a replicar los elementos a los cuales la actual carta magna se refiere. Esto implica definir el Banco Central como un organismo autónomo, técnico y con patrimonio propio y explicitar la imposibilidad que tiene esta institución de ser una vía de financiamiento fiscal directa o indirecta. Adicionalmente, incorporaría un artículo constitucional referente a un mandato amplio para la institución consistente en contribuir al bienestar y desarrollo sostenible de la economía nacional. El resto de los aspectos claves del desarrollo institucional que darían bajada a su autonomía, objetivos, instrumentos y gobernanza los definiría por medio de una ley orgánica con un quorum calificado que dificulte la posibilidad de modificar continuamente aspectos claves de la institución, pero también entregue cierta flexibilidad para que esto pueda ser realizado en la medida que existan claras mayorías disponibles para aquello. Abogo porque en esa ley, el BCCh siga teniendo como objetivo prioritario la estabilidad de precios, pero también se incorpore de manera explícita un objetivo de pleno empleo y estabilidad financiera, tal como está presente en las disposiciones legales del RBNZ y la FED. Adicionalmente, incorporaría algunos elementos relacionados a coordinación de política económica para que, tal como en el caso neozelandés, la política económica general del gobierno sea atendida periódicamente por el BCCh, no obstante, esté prohibido que las autoridades gubernamentales exijan resultados o acciones concretas a las autoridades monetarias y esta institución conserve su capacidad absoluta para definir los mecanismos con los cuales cumplirá con su mandato, de tal manera que se pueda compatibilizar de buena manera la necesaria autonomía efectiva de la institución con lineamientos generales de la política económica del país. Me parece que las instituciones son resultado de la propia historia y el contexto en el cual son diseñadas y, en ese sentido, creo que los buenos resultados que ha logrado el BCCh en las últimas tres décadas permiten avanzar e innovar en algunos aspectos sin cometer errores del pasado y/o conducir a la economía nacional a magros resultados macroeconómicos.

Previo a finalizar, es importante retomar la temática de crisis climática abordada y el rol que el Banco Central de Chile pueda tener frente a ella, entendiendo que ésta supone el principal desafío económico que enfrentará tanto la institución monetaria como la política económica en general en la siguiente década. A futuro, es clave que la política monetaria atienda los principales riesgos que derivan de la crisis climática, particularmente los riesgos de transición y los riesgos físicos que impactarán inevitablemente sobre la estabilidad financiera y la estabilidad de precios de la economía. En ese sentido, comprendiendo que se propone incorporar en el mandato constitucional de la institución el concepto de sostenibilidad, pero también, aunque no fuese así, es inevitable que

la política monetaria y el BCCh asuman un rol más/menos activo en el desafío de la crisis climática, ante lo cual, el próximo diseño institucional debiera considerar aspectos climáticos claves.

El abanico de posibilidades es amplio, la experiencia comparada muestra que se podría avanzar en la materia insípidamente, por ejemplo, incorporando la sostenibilidad en el mandato de la institución. Sin embargo, existen medidas concretas que deben ser analizadas en profundidad y consideradas en su mérito. Algunos ejemplos que se evidencian en los casos analizados son; pruebas de resistencia del sector financiero, incorporar criterios SRI en la gestión de cartera de activos, incorporar criterios medioambientales en sus investigaciones económicas y decisiones de política monetaria o, inclusive, orientar recursos a sector específicos por medio de selección negativa. De alguna u otra manera, cada una de estas medidas permitiría apoyar la transición hacia un sector financiero y una economía más sostenible, sin embargo, no debe perderse de vista que el rol que asuma el BCCh frente a la crisis climática, debe en todo momento respetar los objetivos prioritarios para los cuales fue mandatado y ser un complemento a la política medioambiental del gobierno y, en ningún caso, reemplazarlo en su rol protagónico frente a este desafío.

Es importante que el BCCh sostenga su permanencia en la Red NGFS y atienda sus recomendaciones y peticiones. Actualmente el BCCh se encuentra evaluando el efecto de la crisis climática sobre las principales variables macroeconómicas del país, el impacto de los riesgos, las brechas de información existentes y la posibilidad de incorporar criterios verdes en su cartera de activos e inversiones. Para estar en línea con lo sugerido por la Red, es prioritario que la propia institución defina cuál será el papel que adopten frente a este desafío, particularmente, qué tan activos serán en la respuesta dada desde la política monetaria. Adicionalmente, se debe evaluar detalladamente la incorporación de políticas de mitigación y/o transición de operaciones de crédito, políticas de garantías e, inclusive, compras de activos.

La velocidad a la que avanza la crisis y la gravedad de ella exigen una respuesta oportuna del BCCh y su política monetaria, sin embargo, le corresponde a la propia institución definir la contribución que puede realizar a la mitigación del cambio climático, analizar la efectividad de las medidas de protección contra riesgos y evaluar la viabilidad operativa o dificultad para implementar estas medidas. Estas definiciones deberán estar presentes en la eventual definición futura del diseño institucional del BCCh de tal manera que el rol acordado por la institución pueda ser puesto en práctica a posteriori con un nuevo marco constitucional vigente.

## 9. Bibliografía

- 25 años de Autonomía del Banco Central de Chile.* (2016). Alberto Naudon D. y Luis Álvarez V.
- Adaptación de las operaciones del Banco Central a un mundo más caliente.* (2021). Red para ecologizar el sistema financiero, NGFS.
- Apuntes de teoría y política monetaria.* (2007). Mario Gaviria.
- Aspectos económicos de la constitución: Alternativas y propuestas para Chile.* (2020). Rodrigo Valdés y Rodrigo Vergara.
- Autonomía del Banco Central de Chile.* (2019). Libertad y Desarrollo.
- Bancos Centrales piensan más ecológicamente por el cambio climático.* (2019). Bloomberg.
- Case Study Research. Academic Publishing International.* (2012). Remenyi, Dan.
- Case Study: Research and Applications. SAGE Publications.* (2018). Yin, Robert K.
- Constitucionalismo económico y la autonomía institucional del Banco Central de Chile.* (2017). Mario Marcel, presidente del Banco Central de Chile.
- Conversatorio OPES Chile: Banco Central.* (2020). Roberto Zahler.
- Declaración conjunta sobre el cambio climático.* (2021). BCCh.
- Desarrollo económico en Chile: Elementos para el debate constituyente.* (2021). Fundación Nodo XXI
- Diario La Nación.* (2019). Javier Ortiz Batalla.
- El banco central de Chile en comparación con los bancos centrales del mundo.* (2006). Marcelo Ochoa, Klaus Schmidt-Hebbel.
- El Banco Central y la nueva constitución: Hacia una nueva institucionalidad para el instituto emisor.* (2021). Observatorio de Políticas Económicas.
- El BCE y el cambio climático.* (2020). Erik Jones
- El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.* (2015). Ralph M. Kebisch.
- El futuro del Banco Central en la convención constitucional.* (2021). Felipe Castro Azócar.
- El papel de los Bancos Centrales en la lucha contra el cambio climático y en el desarrollo de las finanzas sostenibles.* (2021). Banco de España, Clara González.
- El rol del banco central para un desarrollo sostenible.* (2021). PNUD MÉXICO.
- Estudio de casos. Centro de Investigaciones Sociológicas.* (2005). Coller, Xavier.
- Federal Reserve Act 1913.*
- Fundación del Sistema de la Reserva Federal en Estados Unidos.* (2013). Mario Rojas Miranda.
- Independencia del BCRA e inflación: un estudio empírico 1935 – 2015.* (2016). Eric W. Grosebacher

*Instrumentos de la política monetaria: Efectos y aplicación en Argentina.* (2017). Vlad Grigoriu.

*La creación del Banco Central. Historia y Objetivos.* (2010). Juan Sin Reservas.

*La economía chilena más allá de la pandemia, seminario InBest ‘ChileDay’.* (2021). BCCh.

*La economía política y el debate sobre la Estructura Institucional de un Banco Central: Otra mirada a la literatura.* (2007). Juan Pablo Couyoumdjian.

*La independencia del Banco Central y Constitución: ¿Qué dice la experiencia internacional?* (2020). La Tercera.

*La independencia de los bancos centrales y la inflación: Un análisis empírico.* (2020). Daniel Chiquiar y Raúl Ibarra

*La independencia de los bancos centrales y su relación con la inflación.* (2005). Helder Ferreira de Mendonca.

*La independencia del Banco Central y su papel en el dominio del capital financiero sobre el Estado.* (2019). Matari Pierre – Manigat.

*Las políticas monetarias heterodoxas en el contexto de la Gran Recesión. Un comparativo entre el Sistema de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo.* (2016). Gerardo García, Rodolfo Baeza.

*Ley 24.144 Carta Orgánica del B.C.R.A*

*Ley Orgánica Constitucional 18.840.* Biblioteca del Congreso Nacional.

*Los Bancos Centrales y el cambio climático.* (2019). José M. López.

*Mandatos del Banco Central, Objetivos de Sostenibilidad y promoción ecológicas de las finanzas.* (2020). Dikau y Volz.

*Metas de inflación y el objetivo de pleno empleo.* (2006). José De Gregorio.

*Ochenta años de historia del banco central de Chile.* (2005). Vittorio Corbo y Leonardo Hernández

*Política monetaria e inflación en Argentina, Iniciativa para la Transparencia Financiera.* (2007) Roberto Frenkel.

*Reserve Bank of New Zealand Act 1989*

*Reserve Bank of New Zealand Act 2020*

*Revisión del marco de política monetaria de la Reserva Federal.* (2019). Banco de España.

*Roberto Zahler, Rol del Banco central en la nueva constitución.* (2021). Entrevista

*Un siglo de la banca central estadounidense: objetivos, marcos de política y rendición de cuentas.* (2013). Ben S. Bernanke.

*Una nota sobre la experiencia de metas de inflación en Argentina.* (2019). Mariano Beltrani.