

Artículo

De la autonomía a la cooperación. El cambio de targeting del Banco Central de Chile en la década de 1930

Uziel González Aliaga**

Escuela de Administración Pública, Universidad de Valparaíso

INFORMACIÓN DEL ARTÍCULO

Historia del artículo:

Recibido: 22 de junio de 2020

Aceptado: 5 de enero de 2021

On-line: 26 de enero de 2021

Códigos JEL

E3

E42

N16

N46

Palabras clave

Banco Central

Gran Depresión

Autonomía

Tipo de cambio

Inflación

JEL classification:

E3

E42

N16

N46

Keywords:

Central Bank

Great Depression

Autonomy

Exchange rates

Inflation

R E S U M E N

Este artículo estudia el desarrollo del Banco Central de Chile durante la Gran Depresión y el proceso de recuperación económica implementado durante el Gobierno de Arturo Alessandri Palma (1932-1938). En particular, se analiza la relación del Banco con las autoridades fiscales y la evolución de las políticas adoptadas estos años, identificando dos fenómenos de gran importancia: la reducción de la autonomía del Banco frente al Gobierno y el cambio de la *monetary policy strategy* desde el tipo de cambio a la inflación. Proponemos que, si bien el Gobierno subordinó al Banco en los años más complejos de la crisis (1931-1932), durante la Administración de Alessandri se constituyó una relación de cooperación entre el Banco y el Ministerio de Hacienda, especialmente gracias a las figuras que lideraron ambos organismos. El entendimiento entre ambas autoridades permitió una recuperación económica en un plazo relativamente breve y con tasas de inflación controladas para la época. Desde un punto de vista metodológico, hemos consultado principalmente las memorias anuales, boletines mensuales y actas del Directorio del Banco —estas últimas, escasamente utilizadas por la historiografía—, sobre las cuales hemos podido conocer el detalle de las políticas adoptadas por la institución, además de reconstruir las series monetarias y bancarias más relevantes.

© 2021 Asociación Española de Historia Económica

From Autonomy to Cooperation. The Chilean Central Bank's new targeting in the 1930s

A B S T R A C T

This article aims at analysing the development of the Central Bank of Chile during the Great Depression and the economic recovery process in the 1930s. It primarily examines the Bank's relationship with the governments and the evolution of its policies. We have identified two main phenomena: The Bank's autonomy reduction and a change in its monetary policy strategy from the exchange rate to inflation. Throughout these years, the Bank went through different relationship schemes with the government. Due to the intensity of the Great Depression and the internal institutional disorder, the government subordinated the Bank during the most dramatic years of the crisis (1931-1932), in what is known as a fiscal dominance scenario. Once the constitutional order returned, a cooperative relationship scheme established between the Bank and the Ministry of Finance under the Alessandri's administration (1932-1938). Such cooperation was made possible mainly by the personalities who led both institutions, Guillermo Subercaseaux, President of the Central Bank, and Gustavo Ross Santa María, Minister of Finance. We propose and show that the understanding between both authorities allowed an economic recovery in a relatively short period taking into account the impact of the crisis. This collaboration also gave the Bank an additional room for manoeuvre to recommend and implement a new monetary policy strategy focused on inflation and not on the exchange rate as was the norm under the gold standard system. From a methodological point of view, we have consulted the Bank's Annual Reports, Monthly Bulletins and Board of Directors' Minutes - the latter scarcely used by historiography. These primary sources allowed us to analyse the policies adopted at a level of detail not previously covered by other research, especially concerning the views of the Board members. Similarly, the documentary corpus has allowed us to elaborate monthly time-series to reconstruct the most relevant banking and monetary variables in real values.

© 2021 Asociación Española de Historia Económica

** Autor para correspondencia. Correo electrónico: uziel.gonzalez@ug.uchile.cl (Uziel González Aliaga).

1. Introducción

El Banco Central de Chile (BBCh) fue fundado en 1925. Este trabajo explora su evolución durante la década de 1930, otorgándole especial atención a la relación con el Gobierno y la política monetaria. Como ocurrió con otros países de la región, este fue un período marcado por el impacto y recuperación de la Gran Depresión. De acuerdo con estimaciones contemporáneas sobre la crisis, entre 1929 y 1932 el PIB de Chile se derrumbó en más de un 40%, especialmente debido a la contracción del comercio exterior: las exportaciones chilenas se derrumbaron en más de un 60% y las importaciones lo hicieron en casi un 70%, mientras que los ingresos del Gobierno —dependientes de los aranceles— se redujeron un 75% (Marichal, 2010). Las medidas implementadas tras la crisis, no obstante, permitieron reactivar la actividad económica relativamente rápido. Hacia 1937, luego de cinco años de crecimiento, ya se había logrado superar el nivel de actividad económica de 1929. La literatura ha remarcado la importancia del BBCh en ambos períodos, primero intensificado el *shock* externo a través del mecanismo automático del *gold-exchange standard*¹, y luego apoyando la recuperación a través de la expansión de líneas de crédito a distintos organismos (Duarte Rivera, 2018).

Los estudios sobre este período del BBCh se han centrado en describir las medidas implementadas por la institución para enfrentar la crisis y durante la fase de recuperación (Kemmerer, 1983; Sáez, 1989; Ortiz Batalla, 1998; Corbo y Hernández, 2005; Jácome, 2015; Duarte Rivera, 2018). El trabajo de mayor relevancia en esta línea es la historia institucional de Camilo Carrasco (2009), en la se enfatiza la incidencia del contexto político-económico en las decisiones del Banco. Carrasco identifica un bienio crítico en 1931-1932, marcado por la inestabilidad institucional en Chile, el cual fue seguido por un sexenio de recuperación que atestiguó el restablecimiento del orden constitucional. Otro grupo de estudios refieren indirectamente al BBCh al tratar sobre impacto de la Gran Depresión en Chile (Hirschman, 1965; Toso y Feller, 1983; Marfán, 1984; Palma, 1988; Riveros, 2009). En este caso, la historiografía ha buscado evaluar la pertinencia de determinadas políticas monetarias sobre el conjunto de la actividad económica, especialmente las consecuencias deflacionarias del patrón oro durante 1931 y el importante aumento de la inflación al año siguiente. El origen de estos análisis se encuentra en el trabajo seminal de Ellsworth (1945), quien propuso una periodificación para comprender las distintas etapas de la crisis. Este marco general, usado transversalmente por la literatura sobre el Banco y la crisis, ha servido de guía para el presente estudio.

Este artículo tiene como objetivo analizar el vínculo entre el BBCh y los distintos Gobiernos del período, con el propósito de

obtener una visión más precisa del rol del Banco durante la compleja década de 1930. Si bien la literatura ha identificado una serie de fenómenos en torno a la relación Banco-Gobierno —como el sometimiento del BBCh a los requerimientos del Ejecutivo en 1932 o la sintonía entre ambos organismos entre 1933 y 1938 (Carrasco, 2009)—, el acceso a fuentes documentales restringidas ha permitido realizar un análisis más complejo sobre el devenir del Banco en los años treinta, añadiendo antecedentes no estudiados por la historiografía. Con el propósito de trabajar tales antecedentes con mayor detalle, hemos dividido el período en tres, en función de los esquemas de relación Banco-Gobierno. El primero, previo a la crisis, que estuvo caracterizado por la autonomía del Banco en el marco de las reglas de la convertibilidad y la observancia de dichas normas por parte del Ejecutivo (enero de 1926 a julio de 1931). El segundo, denominado de dominancia fiscal, en el que el Banco debió someter sus decisiones a las directrices de los distintos Gobiernos (agosto 1931-diciembre 1932). El tercer período, por último, estuvo marcado por la gestación de un régimen de cooperación entre autoridades monetarias y fiscales (1933-1938). En este trabajo analizaremos especialmente los últimos dos períodos (1931-1938).

Como se observa, uno de los elementos más importantes para comprender la evolución del BBCh en este período es la variable de *autonomía* del Banco, es decir, la posibilidad de implementar herramientas monetarias sin influencia directa del Gobierno². En este sentido, la Gran Depresión actuó como un punto de inflexión entre el modelo desarrollado durante los primeros años de funcionamiento del BBCh y formas alternativas de *central banking* con distintos grados de intervención del Gobierno. Si bien la literatura reconoce este punto en el caso chileno (Carrasco, 2009), no ha reparado en que la degradación de la autonomía del BBCh fue la expresión de un movimiento global que tuvo la misma dirección (Singleton, 2011), relacionado con el abandono de la mentalidad del *gold standard* (Eichengreen y Temin, 2000) y el inicio de una era de política monetaria «politizada» (Eichengreen, 2008)³. En otras palabras, en la medida en que la crisis impulsó a los Gobiernos a tener un mayor control sobre las políticas monetarias y el sistema financiero (Blancheton, 2016), esta situación dio origen a prácticas discrecionales y, por lo tanto, a la pérdida de su facultad para aplicar instrumentos monetarios de forma autónoma, tal como se había hecho durante el período de la convertibilidad (Goodhart, Capie y Schnadt, 1994).

² El concepto de *autonomía* en esta época recoge algunas de las características de lo que actualmente se define como *independencia* de los Bancos Centrales: la conducción de una política monetaria libre de las instrucciones del Gobierno (Herger, 2019). Desde una perspectiva de largo plazo, Wessels (1997) sugiere que los movimientos en torno a la autonomía de los bancos son cíclicos, aunque con fundamentos distintos. Los bancos centrales fueron autónomos en la primera globalización (1880-1914) porque el *gold standard* proveía de un marco de comportamiento común para todos los bancos centrales —en ese entonces, instituciones privadas— que dificultaba la interferencia del Gobierno. Luego de un período de menor autonomía de los bancos debido a las guerras y la Gran Depresión —en el que se centra este estudio—, desde 1970 el asunto de la autonomía volvió a privilegiarse, aunque esta vez bajo la concepción de que la independencia es la que garantiza estabilidad de precios en el largo plazo (de Haan y Eijffinger, 2016).

³ Antes bien, la historiografía sobre el BBCh se ha limitado a catalogar la reducción de autonomía en los años treinta como un evento infructuoso, en el que el intervencionismo estatal convirtió al Banco en «un organismo debilitado, cuya misión se redujo principalmente a “defender” algunos principios de política económica, la mayoría de las veces con poco éxito» (Carrasco, 2009, p. 244).

¹ El *gold-exchange standard* fue un sistema monetario establecido en el período de entreguerras, adoptado tanto en el centro como en los países periféricos. Este patrón de cambio oro exigía la fijación de la moneda nacional en términos de una cantidad de oro (en Chile, 1 peso = 183 057 millonésimos de gramo de oro fino), además de otras obligaciones. Prometía, a cambio, estabilidad en las transferencias de bienes y capitales a través de un tipo de cambio fijo y la corrección automática de desequilibrios. A diferencia del *classical gold standard* (1880-1914), que Chile adoptó entre 1895-1898, este patrón de cambio oro permitía mantener un porcentaje de moneda fiduciaria —es decir, no convertible—, mientras que las reservas internacionales podían estar compuestas por activos convertibles, generalmente depósitos sobre Londres, y no necesariamente por oro (Bordo, 1999).

Otro de los elementos centrales para comprender la evolución del BCCh durante la década de 1930 es el cambio de manejo en la política monetaria una vez que el patrón de cambio oro fue suspendido en 1931. Si hasta antes de la crisis el Banco se rigió por la defensa de la convertibilidad de la moneda, la Gran Depresión marcó un giro hacia la defensa «mantenimiento del valor interno de la moneda» (Subercaseaux, 1938). Una de las contribuciones de este trabajo es identificar esta transformación como un cambio de la *monetary policy strategy* (Mishkin, 2007), esto es, tanto de los objetivos como de las herramientas implementadas por la institución. Nuestra propuesta sugiere que, una vez superado el período de dominancia fiscal, el BCCh habría transitado desde un *targeting* tipo de cambio hacia uno basado en la inflación, y en el uso de las tasas de interés hacia el manejo del tipo de cambio. Este trabajo entrega especial atención a la relación que medió dicha transición, puntualizando el rol del Banco y su presidente, Guillermo Subercaseaux, en la definición del nuevo *targeting*, así como en la vinculación de dicha autoridad con el ministro de Hacienda de la época, Gustavo Ross Santa María.

Además de esta introducción, el artículo está compuesto de dos secciones y una conclusión. En la primera, se analiza la respuesta del Banco durante la Gran Depresión y el período de dominancia fiscal, mientras que la segunda muestra el cambio de *monetary policy strategy* del BCCh en el marco del régimen de cooperación. Hemos consultado las memorias y boletines del Banco entre 1925 y 1938, así como las actas del Directorio, en las cuales observamos con especial atención las discusiones sobre los objetivos y herramientas de la política monetarias a lo largo de los dos regímenes⁴. Sobre la base de estas fuentes se han construido series de tiempo mensuales de las variables monetarias más relevantes.

2. Defensa de la moneda y dominancia fiscal, 1930-1932

En Chile, la Gran Depresión comenzó a fines de 1930 (Palma, 1988). Durante el primer semestre de ese año, la Administración de Carlos Ibáñez (1927-1931) logró contener el déficit de cuenta corriente con los últimos créditos que entregó la banca internacional⁵. Una vez que dichos empréstitos se agotaron, el Gobierno se vio en la obligación de restringir gastos y aumentar los gravámenes, medidas que no obstante resultaron insuficientes. En ausencia de apoyo ciudadano o de sectores políticos, el 27 de julio de 1931 Ibáñez cruzó la cordillera de los Andes rumbo a su exilio en Argentina. Desde esa fecha, la profundización de la crisis y la inestabilidad institucional marcaron el devenir del país. El Gobierno de Juan Esteban Montero, que tomó el mando, tuvo una duración de apenas ocho meses, y fue sucedido por un golpe de Estado en julio de 1932 y el inicio de una efímera república socialista de cien días. Solamente en octubre de ese año se pudieron llevar a cabo elecciones democráticas, las que le permitieron al candidato de liberales y radicales, Arturo Alessandri Palma, retornar al poder (Collier y Sater, 2004).

Durante estos tres años de intensa conmoción social y económica, el BCCh transitó bajo dos regímenes. El primero, que se puede denominar como de defensa de la moneda, entre 1930 y julio de 1931, estuvo marcado por el efecto que tuvo el cumplimiento de las reglas del patrón de cambio oro, es decir, de la paridad cambiaria y la convertibilidad de la moneda. Ante el fracaso de esa estrategia, desde agosto de 1931 se inició un régimen caracterizado por la subordinación del Banco a los objetivos de corto plazo de los distintos Gobiernos, algo que en la literatura se conoce como un régimen de dominancia fiscal (Rogoff, 1985; Resende, 2007).

Durante el período de defensa de la moneda, el BCCh se empeñó hasta las últimas consecuencias por mantener su compromiso con la convertibilidad y las reglas del sistema monetario, tal como demandaba su ley orgánica de 1925. Dada la restricción de créditos externos y la contracción de las exportaciones, el efecto más visible de ese *gold commitment* fue la pérdida de las reservas internacionales, especialmente aquellas depositadas en el extranjero. De acuerdo con la figura 1, en diciembre de 1930 las reservas depositadas en el extranjero descendieron de los seiscientos millones de pesos por primera vez desde la fundación del Banco, lo que constituyó una reducción del 38% respecto a abril de 1929. En este escenario, el Banco decidió que la medida más apropiada para combatir la crisis era «equiparar el circulante» con «el nuevo nivel de los precios»⁶, especialmente a través del aumento de las tasas de descuentos con el público y redescuentos con los bancos. El efecto deflacionario de esas políticas fue notable: entre septiembre de 1930, cuando se decidió la primera alza de la tasa de redescuento, hasta marzo de 1932, la tasa de inflación interanual promedió -2,2%⁷. El Banco actuó de esta forma informado por la teoría del price-specie flow mechanism (Eichengreen y Flandreau, 1997), bajo el supuesto de que una reducción de precios internos generaría exportaciones más competitivas, las que eventualmente permitirían aliviar los problemas de la balanza de pagos⁸. Esos pronósticos, sin embargo, eran inviables en el contexto de inicios de la década de 1930, cuando el comercio exterior se encontraba paralizado en todo el mundo (Eichengreen, 2015). Los dos principales productos de exportación chilenos, el salitre y el cobre, sufrieron una caída del 50% tanto en el quantum como en el precio en 1930-1932. Por lo tanto, pese a que la política monetaria buscara contrarrestar el shock externo, el efecto concreto de su defensa de la paridad y del *gold-exchange standard* fue la reducción de precios, salarios y del gasto público, así como el aumento de quiebras y del desempleo, el que habría alcanzado cerca del 25% según estimaciones conservadoras (Díaz, Lüders y Wagner, 2016).

Una de las interrogantes más reiteradas planteada por la historiografía vinculada a la crisis de 1929 es la responsabilidad del Banco por haber aplicado una política monetaria que resultó ser errónea (Riveros, 2009; Meller, 2016). No obstante, es necesario indicar que la decisión última sobre el régimen monetario y la modificación de la ley orgánica correspondía al

⁴ Estas actas solo habían sido consultadas por Camilo Carrasco, exgerente general del Banco.

⁵ *Anuario Estadístico de la República de Chile*, 1930, volumen *Finanzas, Bancos y Cajas Sociales*, pp. 8-9. Ascendían a USD 40 millones. El déficit de la cuenta corriente, por su parte, alcanzó a USD 34,2 millones y la balanza comercial a USD 8,47 millones (Díaz, Lüders y Wagner, 2016).

⁶ El Banco indicaba que esta medida propiciaba la «valorización del poder adquisitivo de la moneda». *Memoria Anual (MABC) 1930*, p. 20.

⁷ Véase anexo 1.

⁸ Esta teoría monetaria, elaborada por David Hume en el siglo XVIII, pretende explicar cómo los desequilibrios comerciales se pueden ajustar automáticamente en un modelo de economía abierta bajo el sistema del patrón oro. Este modelo discutía las posturas mercantilistas contemporáneas que apelaban a mantener superávit permanente de una balanza de pagos. Para una discusión del modelo, véase Negishi (2014).

Gobierno, no al Banco, y que este último siguió lo que mandaba dicha legislación (Carrasco, 2009). Una revisión de las fuentes del Banco muestra que tal limitación no impidió que los directores debatieran en torno a la situación económica y el rol de la institución. En efecto, las actas del Directorio evidencian que los consejeros se mantuvieron en constante observación del panorama económico, informando sobre la situación a las autoridades y ofreciendo las alternativas que creían convenientes, de acuerdo con la información que disponían. En una primera instancia, esta actitud implicó la defensa transversal de la política monetaria restrictiva, como en mayo de 1931, cuando se elevó un memorándum al Ejecutivo solicitando profundizar la contracción del gasto público y la necesidad de adquirir nuevos empréstitos⁹. Sin embargo, dos meses más tarde, y ante la amenaza de una corrida contra el peso, fue ese mismo directorio el que sugirió el cambio radical de la política monetaria a través de un borrador de Proyecto de Ley sobre Control de Operaciones de Cambio que fue entregado al Gobierno —y el cual fue aprobado en apenas tres días, convirtiéndose en la Ley 4973 (30 de julio de 1931), legislación que creó la Comisión de Control de Cambios¹⁰—. Junto al *default* de la deuda externa del 16 de julio de 1931¹¹, fue una de las decisiones más importantes del período, pues marcó el fin de *facto* del patrón de cambio oro: desde entonces la masa monetaria dejó de depender de las reservas internacionales del Banco, tal como obligaba el diseño del *gold-exchange standard* (véase figura 1). Esta medida buscaba flexibilizar los agregados monetarios, aumentar los márgenes de descuentos y redescuentos, así como racionalizar el uso de las escasas divisas para la adquisición de importaciones esenciales.

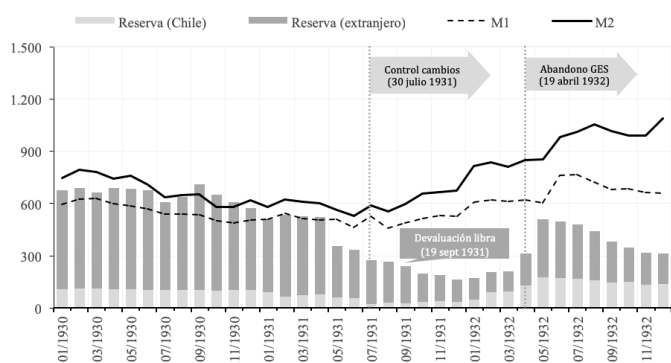


Figura 1. Reservas del BCCh depositadas en Chile y en el extranjero, y oferta monetaria (1930-1932). Millones de pesos de diciembre de 1938. Se destaca el inicio del control de cambios (julio 1931) y el abandono del *gold-exchange standard* (GES) en abril de 1932.

Fuente: elaboración propia sobre la base de MABC 1929-1932 y ADBC de 1931-1932. Datos a fin de mes de cada mes. Desde septiembre de 1931 se corrige la serie de Reserva Extranjera que se muestra en las MABC, pues contabilizaban erróneamente el valor de la libra esterlina.

Si bien esta ley tenía como propósito otorgarle mayor flexibilidad a la política monetaria, en la práctica ella significó el fin del régimen de defensa de la moneda y el inicio del período de la dominancia fiscal. En efecto, desde fines de julio de 1931 y

hasta diciembre de 1932, la inestabilidad política de esos meses —expresada en la sucesión de quince autoridades distintas a cargo del Ministerio de Hacienda— propició que el Banco monetizara el déficit fiscal, arrastrando a la economía a elevadas tasas de inflación. El perfil de este régimen de dominancia fiscal queda claramente ilustrado en las palabras de Arturo Prat Carvajal, uno de los ministros de Hacienda de esos meses. En agosto de 1931, Prat declaró ante el Directorio que la urgencia del momento forzaba a priorizar las entradas fiscales por sobre la estabilidad monetaria¹², es decir, a desarrollar una política monetaria expansiva. De esta forma, se publicaron diversas disposiciones legales que concedieron importantes créditos al fisco, así como a instituciones de fomento (IFO) de crédito sectorial, como la Caja de Crédito Agrario (CCA), el Instituto de Crédito Industrial (ICC) y la Caja de Crédito Minero (CCM), entre otros. Todas estas normas, despachadas durante las Administraciones de Juan Esteban Montero (1931-1932) y la república socialista (1932), tuvieron como característica común la continua modificación a los límites legales del BCCh para esas operaciones.

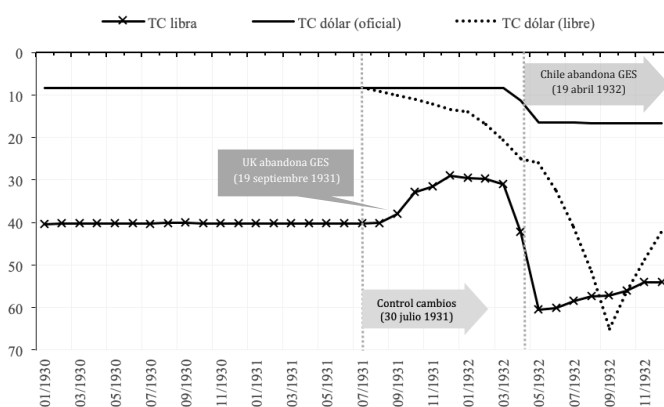


Figura 2. Tipos de cambio de la libra y dólar americano (oficial y libre) (1930-1932).

Fuente: elaboración propia sobre la base MABC 1930-1932. Tipos de cambio a la vista en Londres (libra) y Nueva York (dólar). El dólar libre, flotante, tiene varias interpolaciones: los datos que tenemos son julio y diciembre de 1931 y enero, abril, mayo, septiembre y diciembre de 1932, según reportó esporádicamente el Boletín Mensual del Banco Central (BMBC) en estos años.

Bajo la dominancia fiscal no se evidenció una noción coherente sobre la administración de la política monetaria en Chile, un claro efecto de las devastadoras consecuencias de la crisis sobre la política económica. Durante este período, el Ejecutivo de turno actuó en el calor de los acontecimientos e intentando contrarrestar los efectos de la Gran Depresión. Esa situación induce a pensar que uno de los elementos particulares de este régimen en el caso chileno fue que los encargados de la política económica ignoraron el funcionamiento de un sistema monetario fiduciario, especialmente los efectos de la monetización del déficit fiscal sobre los precios. De acuerdo con las fuentes, el increíble flujo de créditos al fisco durante estos meses¹³ fue solicitado desde Hacienda bajo el supuesto de que nuevas emisiones no afectarían el valor de la moneda porque, bajo un sistema con control de cambios, las reservas se mantendrían constan-

⁹ Acta del Directorio del Banco Central (ADBC) 233, 4 mayo 1931; ADBC 241, 1 junio 1931.

¹⁰ ADBC, 251, 24 julio 1931; 255, 27 julio 1931.

¹¹ Chile logró mantener el pago de su deuda por más de un siglo. La última moratoria se había registrado en 1926, de acuerdo a Sanfuentes (1987).

¹² ADBC, 261, 31 agosto 1931.

¹³ Cuyo crecimiento acumulado fue de 26,4% mensual entre junio de 1931 y abril de 1932 (anexo 2).

tes¹⁴. Muy por el contrario, el resultado de esa política fue el giro de la deflación a la inflación. Según información suministrada por el Instituto de Estadísticas, es posible observar que pocos meses después los efectos de las estas emisiones se hicieron sentir sobre los precios: entre julio y diciembre de 1932 hubo un incremento promedio mensual de 15,6% (anexos 1 y 2). A pesar de que el Directorio del Banco advirtió continuamente sobre esta política¹⁵, su capacidad y autonomía para contrarrestar la inflación fue mínima, como es propio en un régimen de dominancia fiscal. Las tasas de descuento y redescuento, que eran herramientas que el Banco había utilizado de forma sistemática en los años anteriores, solo fueron al alza en septiembre de 1932, cuando la inflación ya estaba fuera de control, y su efecto fue limitado.

Un hito importante del período de la dominancia fiscal fue el abandono definitivo del *gold-exchange standard* (19 abril 1932). El experimento con controles de cambios, la política monetaria expansiva y el aumento incipiente de los precios hicieron imposible el retorno a la paridad establecida en la ley monetaria de 1925 (seis peniques de libra esterlina por peso chileno). Por el contrario, nueve meses luego de la suspensión *de facto* del sistema, se promulgó una nueva ley monetaria (Ley 5107) que reglamentaba las operaciones con divisas a través de una Comisión de Cambios Internacionales¹⁶ y establecía la suspensión de la convertibilidad del billete bancario. El efecto concreto de estas medidas fue una devaluación del cambio nominal en un 27% frente a la libra esterlina y 26% respecto al dólar estadounidense (figura 2). Dada la monetización de la deuda, varios meses antes, en septiembre de 1931, el Consejo ya había previsto que el retorno a la paridad era inviable pues exigiría una restricción del gasto público «intolerable»¹⁷, aunque algunos directores, como Luis Matte, apelaban a que se procuraran todas las medidas posibles para mantener la paridad original¹⁸. Sin embargo, los datos agregados sugieren que el abandono del patrón de cambio oro fue una decisión inevitable, sin mencionar que para esa fecha ya parte importante del mundo desarrollado y otros países de América Latina había abandonado el sistema (Kindleberger, 1984). A Chile no le quedaba otra opción que el abandono legal del régimen, a pesar de los probables efectos que esa medida podría generar sobre los precios internos. Otra de las consecuencias del abandono del patrón de cambio oro fue el aumento de las reservas internacionales en moneda nacional debido a la devaluación, las cuales solo volvieron a descender debido a decretos que obligaron al Banco a poner las divisas a disposición de la Comisión de Cambios Internacionales para la importación de artículos de primera necesidad (figura 1)¹⁹.

La documentación del Banco también permite precisar que el abandono del *gold-exchange standard* fue impulsado por un conflicto entre el desempeño de la política monetaria, especialmente la cambiaria, y las grandes industrias de exportación. Estas compañías, salitreras y cupríferas, eran de vital importancia para la golpeada economía chilena, pues ingresa-

ban buena parte de las divisas al país, alcanzado hasta un 85% del total en 1932. Desde el inicio del control de cambios, en 1931, se estableció que dichas empresas solo podrían obtener moneda chilena a cambio de la venta de moneda extranjera al Banco Central, según el tipo de cambio oficial. La obtención de pesos chilenos era imprescindible para que esas compañías pudieran pagar los costes internos que demandaban sus faenas, como sueldos, salarios o insumos locales. Este esquema no representó mayores problemas mientras los precios de tales compromisos se mantuvieron estables. No obstante, apenas se inició el proceso inflacionario que hemos comentado más arriba, las empresas declararon al Gobierno que el compromiso de venta de letras se estaba tornando inviable. A modo de ejemplo, por cada dólar vendido en marzo de ese les entregaba los mismos ocho pesos chilenos que el año anterior, en instancias que en el mercado libre el dólar —que expresaba el efecto de las nuevas emisiones— alcanzaba a más de veinte pesos (véase el *gap* entre los dos tipos de cambio en la figura 2).

En este escenario, varios directores del Banco indicaron que la convertibilidad podría otorgar un alivio a estas importantes empresas, ya que lograría entregarle mayor flexibilidad al control de cambios, especialmente a través de la fijación del tipo de cambio oficial según resoluciones gubernamentales (en la práctica, devaluaciones)²⁰. Desde este punto de vista, las devaluaciones de abril y mayo de 1932 (figura 2) permitieron restar la presión sobre el sistema cambiario, al tiempo que otra legislación, la Ley 5107, concretó un acuerdo con las grandes empresas exportadoras en relación con sus costos de producción, asegurando que el flujo de divisas al Banco se mantuviera. Parte de este acuerdo significó la definición diaria de ese tipo de cambio por el Banco Central (Sáez, 1989).

En síntesis, el resultado de este nuevo modelo monetario durante el período 1931-1932 significó la degradación de la autonomía del BCCh. Si bien esto no se expresó en una reforma en la composición del Directorio, al estatuto del Banco o en una nueva ley orgánica, lo que sucedió fue que una serie de normas jurídicas modificaron puntos sustanciales de la legislación ideada por Kemmerer. Así, la crisis económica no solo coadyuvó al abandono del *gold-exchange standard*, sino también a la identificación entre autonomía y correcto desempeño del *central banking* que se había logrado en los círculos políticos en Chile. En otras palabras, el desarrollo de la política monetaria durante la crisis desacreditó el acuerdo institucional en torno al *gold commitment* que había otorgado preeminencia a las posturas *oreras* (partidarias de la convertibilidad) frente a las *papeleras* (partidarias del sistema fiduciario). Tal como en julio de 1898, cuando Chile se vio obligado a abandonar el *classical gold standard*, los *papeleros* volverían a dominar (Millar, 1994) —y esta vez defenestrarían a aquellos partidarios de la ortodoxia monetaria hasta la década de 1970—.

3. (Auto)definición de *targeting* y aprendizaje monetario, 1933-1938

La segunda administración de Arturo Alessandri (1932-1938) permitió el retorno a la estabilidad institucional y el inicio de la recuperación económica post Gran Depresión²¹. En este proceso

¹⁴ MABC 1932, p.15.

¹⁵ ADBC, 5 enero 1932, 287, 12 febrero 1932. Es interesante que no se registraron observaciones a las emisiones más tempranas que iniciaron el proceso inflacionario.

¹⁶ Este organismo reemplazó a la Comisión de Control, instaurada por la Ley 4973, discutida más arriba.

¹⁷ ADBC 262, 7 septiembre 1931.

¹⁸ ADBC 269, 19 octubre 1931.

¹⁹ MABC 1932, p. 32.

²⁰ ADBC 287, 12 febrero 1932.

²¹ Arturo Alessandri Palma (1868-1950) fue uno de los políticos chilenos más prominentes de la primera mitad del siglo xx. En 1920 llegó a la presidencia liderando una agenda de reformas sociales y laborales

fue decisiva la labor realizada por su ministro de Hacienda, Gustavo Ross Santa María, el *mago de las finanzas*²². Bajo su dirección, se implementaron políticas proteccionistas y de fomento sectorial, así como un programa de incentivo a la edificación y obras públicas, medidas que permitieron el incremento de la actividad industrial y reducir el desempleo. Además del fomento al mercado interno, y tal como ocurría con otros países de América Latina hasta fines de la década de 1930, el modelo de desarrollo económico vigente aún buscaba respuestas en el comercio exterior (Bértola y Ocampo, 2013). En Chile, esta esperanza se materializó en una nueva reestructuración de la industria salitrera, mediante el reemplazo de la COSACH por la Corporación de Ventas de Salitre y Yodo (COVENSA). Además, se dispuso el reinicio del pago de la deuda externa a través de la Caja Autónoma de Amortización de la Deuda Pública, organismo financiado a partir de los ingresos de COVENSA y las industrias del cobre.

Las políticas monetarias jugaron un rol esencial en el proceso de recuperación económica luego del arribo de Guillermo Subercaseaux a la presidencia de la institución en enero de 1933²³. Los principales desafíos de Subercaseaux eran superar la compleja situación heredada del período de dominancia fiscal y, más tarde, hacer frente a la coyuntura económica mundial de la segunda mitad de los años treinta. Para lograr adecuadamente ambos objetivos, la relación lograda entre el presidente del Banco y el Gustavo Ross fue fundamental, pues permitió un mayor margen de acción al BCCh frente al Gobierno, como lo consignan las actas del Directorio²⁴ y el propio Subercaseaux al terminar su mandato (Subercaseaux, 1938). La característica más importante de esta cooperación es que permitió al Banco imprimir una dirección coherente a su *monetary policy strategy*. El abandono definitivo del patrón de cambio oro permitió un cambio de prioridades dentro de la institución una vez que se logró el retorno al orden institucional. Esto significó transitar desde un *targeting* centrado en la estabilidad del tipo de cambio a otro basado en el control de la inflación.

La definición de este nuevo *targeting* fue un proceso que cristalizó a lo largo de 1933. Durante el primer semestre, la principal preocupación de la institución fue hacer frente a la herencia inflacionaria de 1932: «Por ahora, la única política posible es la que tiende a detener la inflación, procurando para el futuro mantener la mayor estabilidad posible en el nivel de precios internos» (BMBC, mayo 1933). En paralelo, las actas del Directorio revelan la constante preocupación por el control de la inflación, una materia en la que intervino activamente Subercaseaux,

liderando los debates y la postura del Banco ante las instituciones que concurrían a solicitar nuevos créditos²⁵. En la medida en que las políticas económicas domésticas comenzaron a dar resultado y el resto del mundo rechazaba el retorno al patrón oro, la idea de modificar permanentemente el *targeting* del Banco se tornaba ineludible. Según se muestra en los boletines mensuales del BCCh, el fracaso de la Conferencia Monetaria de Londres, la suspensión del patrón de cambio oro en Estados Unidos y, especialmente, el inicio de su política inflacionista —que, según el Banco, tenía por objeto restaurar el valor interno del dólar en desmedro de su valor externo— potenciaron estas tendencias. Aunque a mediados de año se advertía sobre los peligros de renunciar al *targeting* tipo de cambio al sopesar su utilidad para las «necesidades de un intercambio internacional de mercaderías y capitales, del cual los países nunca podrán renunciar sin peligro de su propio progreso» (BMBC, junio 1933), la *Memoria* de 1933 no deja dudas sobre la posición que debía adoptar el Banco en adelante. En efecto, en dicho documento se indica que ha llegado el momento de «dar a la política monetaria un rumbo completamente distinto al de los años pasados», puntualizando la importancia del control de la inflación: «El concepto que hoy se impone del valor de su moneda es su poder de compra [...] [por lo que] su valor es estable si se mantiene estable el nivel general de precios» (MABC 1933, pp. 20-22)²⁶.

Antecedentes adicionales sobre cambio de objetivo de la política monetaria se encuentra en un documento publicado por Subercaseaux algunos años más tarde. En la sexta versión de su *Manual de Economía Política*, el autor señala que los sistemas monetarios deben propender a la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda. Así, dentro del oro dicha estabilidad se alcanzaba a través del tipo de cambio fijo, mientras que en el sistema monetario inconvertible poscrisis la única forma de lograrla es controlando el nivel de los precios: «Han sido tan duras las consecuencias de la crisis con su caída de los precios, que se atribuye ahora una importancia capital a la estabilidad del nivel de los precios en cada país» (Subercaseaux, 1937, p. 82). En este modelo, continúa, es imprescindible asegurar el equilibrio presupuestario y entregar al Banco Central la regulación del medio circulante, además de otros compromisos (Carrasco, 2009).

Al aplicar esos principios a la realidad chilena de 1933, se comprende que fue clave el compromiso del Gobierno, a través

demandadas por amplias mayorías, así como cambios políticos, entre los que se encuentra la aprobación de una nueva Constitución Política en 1925.

²² Gustavo Ross, empresario proveniente del mundo financiero, fue un político pragmático que reconocía la importancia, aunque limitada, del Estado (Fernandois, 1997). La historiografía ha reconocido en su labor raíces keynesianas, enfoque que años más tarde tendrían un auge bajo el concepto de «nacional desarrollismo» (Rosenblitt, 1996). Debido a su éxito en la cartera de Hacienda, fue el candidato de los partidos de derecha en la elección de 1938, aunque perdió ante Pedro Aguirre Cerda del Frente Popular.

²³ Subercaseaux fue uno de los primeros economistas latinoamericanos en tener un impacto fuera de la región. Su obra reflejó la crisis del liberalismo clásico en Chile, enfatizando la necesidad de una perspectiva nacionalista y pragmática (Edwards, 2018). Una de sus más notables contribuciones fue un trabajo sobre el papel moneda (1912), el que fue traducido posteriormente al francés (1922) e inglés (1922) (Alcouffe y Boianovsky, 2013).

²⁴ ADBC 341, 10 enero 1933; 395, 27 diciembre 1933.

²⁵ El Directorio buscó permanentemente contener la emisión de nuevos créditos. Véase ADBC 340, 10 enero, sobre el ICI; ADBC 346, 14 febrero, sobre el salitre; A340, 5 mayo, sobre la CCM; A366, 7 junio, sobre leyes de fomento. En todas esas oportunidades hubo referencias explícitas al ministro Ross, recordando la necesidad de evitar emisiones extraordinarias.

²⁶ El cambio de *targeting* supuso un cambio importante respecto al modelo ideado por Kemmerer, centrado en la convertibilidad. Es interesante reparar en que algunos de los fundamentos del modelo kemmereriano fueron cuestionados a nivel regional en la Conferencia de Bancos Centrales Sudamericanos (diciembre 1931, Lima, Perú) —donde Subercaseaux participó como representante chileno, y en la que fue elegido presidente de esa instancia—. De acuerdo con un documento publicado por el propio BCCh sobre la conferencia, sabemos que una de sus principales conclusiones fue el estudio de las experiencias de la inconvertibilidad, el control de cambios y el valor interno de la moneda, temas que guardan estrecha relación con lo que indica la MABC 1933 (Banco Central de Chile, 1932, pp. 16-17). Dos meses más tarde, estos asuntos fueron discutidos en el Directorio a propósito del informe de un experto extranjero contratado por el Banco, Walter Van Deusen. En esa oportunidad, Subercaseaux ya indicaba que «el régimen monetario en que nos encontramos es absolutamente insostenible [...]. El papel moneda constituye un régimen peligroso, pero no nos queda otra alternativa práctica» (ADBC 287, 12 febrero 1933).

de Gustavo Ross, para el desarrollo de una política fiscal responsable. En efecto, una de las prioridades de Ross fue regular los ingresos y gastos del Estado, lo que permitió financiar la hacienda pública y el fomento productivo sin la necesidad de suscribir nuevos créditos con el Banco. Estas medidas buscaban armonizar las medidas monetarias y fiscales para cimentar un proceso de recuperación exitoso, lo que nosotros hemos catalogado como un régimen de cooperación. A diferencia de los meses de dominancia fiscal, este régimen estuvo basado en el alineamiento de objetivos de las dos partes: el Gobierno necesitaba controlar la inflación para sostener la recuperación y el BCCh para asegurar el correcto funcionamiento del sistema monetario. Dicho alineamiento queda reflejado en un intercambio epistolar entre ambas autoridades a fines de 1933, cuando Ross reconoce que los presupuestos deben estar equilibrados no solo para resolver la crítica situación de las finanzas públicas, sino también para defender «el ya escaso valor de nuestra moneda», por lo cual el Gobierno «está resuelto a continuar en forma inquebrantable por la actual línea de conducta»²⁷.

Como se indicó, lo especial de este régimen de cooperación residió en que, bajo el liderazgo de su calificado presidente, fue el propio BCCh el que decidió el cambio de objetivo de su *monetary policy strategy*. La documentación no permite afirmar que fue una instrucción emanada por el Gobierno, como sí lo fueron las solicitudes de emisión de 1932. Así, desde un punto de vista teórico, la cooperación entre ambas autoridades permitió una *goal independence* inédita incluso en otras partes del mundo desarrollado²⁸. No obstante, este espacio de autonomía que se le confirió al Banco, y especialmente a Subercaseaux, fue una actitud discrecional, no un arreglo institucional como ocurría bajo el *gold-exchange standard*. La ausencia de un acuerdo institucional generó que durante este régimen se afectara la *instrument independence* del Banco (Fischer, 1995, 2015) —como no ocurrió entre 1925 y 1931—, una actitud posiblemente heredada del período de dominancia fiscal.

Pese a que en ocasiones el objetivo del BCCh sobre el control de la inflación indicara otra cosa, el Gobierno obtuvo o exigió del Banco apoyo en tres áreas clave. Primero, para resolver el problema creado en los años anteriores por la monetización del déficit fiscal (1931-1932). La solución alcanzada fue la consolidación de todos los créditos a una tasa de interés inferior a los acuerdos originales: 2% de interés nominal y 1% de amortización anual. En 1937, incluso, el Directorio del Banco acordó reducir la tasa de interés al 1,9% anual²⁹. Estos acuerdos permitieron que el Gobierno liberara recursos para otros objetivos, manteniendo su deuda con el Banco prácticamente congelada, pues, en realidad, el Ejecutivo aplazó los pagos de 1935 y 1936³⁰. En segundo lugar, el Banco auxilió al Gobierno de Alessandri en el dilema que representaba la reorganización de la industria salitrera, tanto en el proceso de liquidación de la antigua COSACH como en las necesidades más urgentes de la COVENSA. Se entregaron créditos extraordinarios a la industria con el doble propósito de asegurar el mantenimiento de las operaciones productivas y el pago de

derechos de exportación al Gobierno. Para evitar el efecto inflacionario de esas nuevas emisiones, según se estimaba, se dispuso de un mecanismo que garantizaba su pago a través de cuentas bloqueadas de los convenios de compensación³¹, entre otras medidas que incluían la participación de la Caja Nacional de Ahorros y los bancos comerciales³². Más allá de si esta medida contribuyó o no a controlar la inflación (Lüders, 1968), lo relevante —en términos de los objetivos del Gobierno— es que estas disposiciones permitieron que COVENSA evitara financiarse a través del Banco durante el resto del período. La única excepción fue la Ley 6011, de febrero de 1937, mediante la cual el Gobierno solicitó al Banco la compra de cien millones de pesos en divisas a COVENSA para el financiamiento de la Fuerza Aérea. Por último, otra área que el Gobierno buscó fomentar durante estos años fue la del mercado del trigo (Millar y Fernández, 2008). En este punto, el Banco apoyó al sector a través de créditos para la Junta de Exportación Agrícola, así como medidas que facilitaron el otorgamiento de créditos con garantía en ese producto (*warrants*).

Desde el punto de vista del Banco Central, dentro de ese ambiente de cooperación entre las autoridades fiscales y monetarias, pensamos que el proceso de recuperación de la Gran Depresión se puede dividir en dos: fase 1 (entre 1933 y 1935) de control de la inflación y fase 2 (1936-1938) de resurgimiento de inflación y marcada por la recesión de Estados Unidos. En lo que sigue, se expondrán las características de ambas fases y la posición del Banco frente a las coyunturas de la época, evaluando la pertinencia de las herramientas destinadas a cumplir con el nuevo *targeting* inflacionario. Una visión panorámica de la inflación y los tipos de cambio del período se presenta en las figuras 3 y 4.

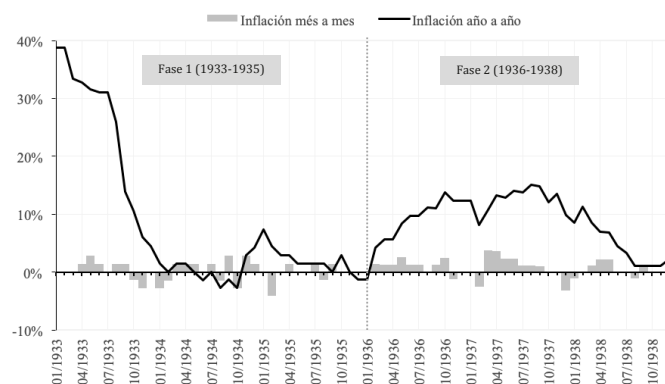


Figura 3. Inflación mes a mes e interanual (1933-1938).

Fuente: elaboración propia sobre la base de información histórica del Instituto Nacional de Estadísticas.

* CCI: Comisión de Cambios Internacionales. Antes de agosto de 1936, el TC de exportación era libre.

²⁷ ADBC 397, 10 enero 1934.

²⁸ Esto supuso un movimiento criticado por la concepción contemporánea de sobre bancos centrales. Como indica Blinder (1998), lo apropiado en una democracia es que la definición de los objetivos de los bancos centrales sean establecidos por autoridades con cargos de representación pública.

²⁹ ADBC 568, 6 octubre 1937.

³⁰ ADBC 545, 21 abril 1937. Véase anexo 2.

³¹ ADBC 350, 10 marzo 1933; 359, 20 abril 1933. Desde diciembre de 1932 se desarrollaron *convenios de compensación* con varios países con el propósito de reactivar el comercio de exportación y, en algunos casos, esto implicaba realizar disposiciones especiales para la liquidación de créditos congelados. En general, la idea era que las importaciones de terceros países debían guardar relación con las exportaciones de artículos chilenos.

³² MABC 1933, p. 47. El excedente de caja se explica porque los bancos redescantaron en cantidades tan bajas en el Banco Central durante los primeros años de la recuperación (anexo 2). Esto fue efectivo, pues el 31 de diciembre de 1933, el Banco solo tenía el 17,6% del total de los créditos a la COSACH, unos 52 millones de pesos reales, mucho menos que los 179 millones de inicios de ese año (Ley 4971).

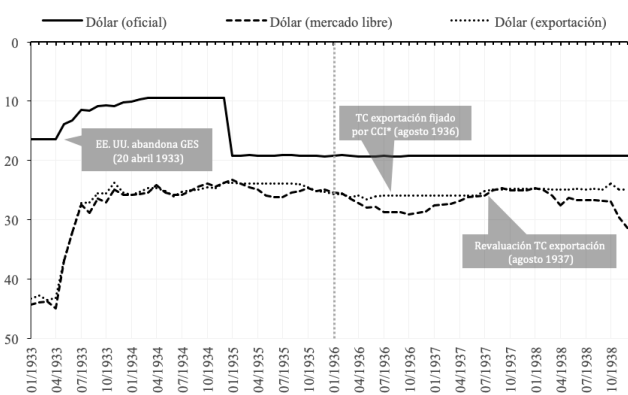


Figura 4. Tipo de cambio del dólar americano (1933-1938).

Fuente: elaboración propia sobre la base de MABC 1933-1938 para dólar oficial, y Anuario Estadístico de la República de Chile 1933-1938, volumen Finanzas, Bancos y Cajas Sociales, para tipos de cambio de exportación y extraoficial.

Durante los primeros tres años del programa de recuperación (fase 1), el Banco logró contener con eficacia la inflación, especialmente en la segunda mitad de 1933, para lo cual la revaluación/apreciación de los tipos de cambio fue una ayuda importante durante el primer semestre. A su vez, el afianzamiento del peso chileno fue catalizado por la devaluación de Estados Unidos en abril de 1933, cuando ese país abandonó el *gold-exchange standard*, seguida de otra en enero de 1934 (Temin, 2000). También colaboró el repunte de la actividad económica. El PIB minero, luego de caer en más de 50% durante dos años consecutivos, aumentó 15% en 1933, seguido por el del sector manufacturero (11%), que estuvo apoyado especialmente por un incremento de aranceles (Ellsworth, 1945). Las exportaciones, que eran la única entrada de divisas con un mercado de capitales congelado, aumentaron casi en un 50% respecto a 1932 (Díaz, Lüders y Wagner, 2016).

Dentro de ese ambiente, las memorias institucionales constatan el interés de la institución por resguardar el valor interno de la moneda a través de una comprensión general del panorama económico. En efecto, el Banco reconoció que se debían desarrollar nuevas tareas dentro de un proceso de «cambio estructural» en el que el mercado interno y la industrialización serían claves. Para colaborar a este proceso de fomento interno al que se abocaba la política fiscal, la política monetaria debía observar que la tendencia general de los precios se mantuviera a un nivel controlado³³. Las medidas concretas para lograrlo consistían en retornar a algunas de las funciones originales del Banco Central para asegurar el control sobre la masa monetaria. Si bien se rechazaba volver a la convertibilidad, se argumentaba que las operaciones deberían realizarse únicamente según los principios de la *real-bills doctrine*, a través de un control efectivo de la tasa de interés³⁴. De acuerdo con la infor-

³³ MABC 1934, pp. 14-19.

³⁴ MABC 1933, p. 21. La *real-bills doctrine* supone que los instrumentos monetarios son un *input* para la producción de bienes «reales» y que la demanda de crédito está determinada por las expectativas sobre la actividad económica «real». Satisfacer esta clase de demanda garantizaría que el nivel de precios evolucionara proporcionalmente con la producción real. En contraste, financiar otro tipo de demanda no basada en colaterales de buena calidad (activos burbuja) podría distorsionar los precios respecto a la actividad económica «real» (Ugolini, 2017).

mación reunida, efectivamente se logró contener el crecimiento y estabilizar M2, aunque esto no se debió a modificaciones de las tasas de interés, sino a reducciones netas de los descuentos y redescuentos, pero especialmente, como se dijo, gracias al congelamiento de los créditos al fisco (anexo 2).

Adicionalmente, dentro del nuevo marco de relaciones con el Gobierno, el Banco exigía otras medidas para robustecer las herramientas que disponía la institución para cumplir con su *targeting* inflación. Según la *Memoria* de 1933 y las actas del Directorio, una de ellas era la restitución de su facultad para comprar y vender divisas, es decir, para intervenir sobre el tipo de cambio. Esto último era importante —y será decisivo en cuatro años más tarde— porque, si bien la Ley 5107 (la que puso fin al *gold-exchange standard*) indicaba que el Banco es el único autorizado para el comercio de cambios, esa misma norma jurídica le daba predominancia a otro organismo, la Comisión de Cambios Internacionales, para la venta de divisas. De esta forma, el BCCh se había convertido en un depositario de divisas compradas a distintos sectores y en una fuente de fondos para las autorizaciones de ventas de monedas extranjeras que eran previamente autorizadas por la Comisión de Cambios. Es preciso entender esta solicitud en el marco de la complejización del mercado cambiario que incluía, al menos, cuatro tipos de cambio³⁵. Durante estos años los tres más importantes eran: el oficial, fijado diariamente desde abril de 1932 por el Banco Central y sobre el cual se establecía la cuota de costo legal de producción a las empresas exportadoras de salitre, yodo, cobre y hierro; el de exportación —hasta julio de 1936 fue libre y luego definido por la Comisión de Cambios Internacionales—, que eran divisas adquiridas por otros exportadores, quienes pactaban su venta con importadores a través de una intermediación bancaria u otro mecanismo; y el extraoficial, o libre, que estaba compuesto por operaciones de mercado negro u otras más específicas, naturalmente más elevado que los dos anteriores. La dinámica de los cambios sobre el dólar en esta fase tuvo su correlato en los precios³⁶. Desde fines de 1935, el dólar libre y de exportación se estabilizaron en torno a los veinticinco pesos y la inflación interanual en 1,5% promedio. Por su parte, el incremento de los precios que se observa a comienzos de 1935 se explica, en parte, por una modificación metodológica. Ante la devaluación del cambio oficial por el Banco Central, la Dirección General de Estadísticas comenzó a ponderar los «productos de la minería» según el tipo de cambio de exportación y no el oficial, el cual era un 19% más elevado³⁷.

Ahora bien, durante los últimos tres años de la presidencia de Subercaseaux, la *monetary policy strategy* moldeada durante

³⁵ Estas tasas aplicaban únicamente a los países con libertad de cambio, como Estados Unidos y el área esterlina. Para el resto de los países europeos y de otras regiones operaban sistemas de cambio acordados discretionalmente, según los convenios de compensación que se efectuaba con cada uno de ellos. Es destacable que el sistema de cambios múltiples en Chile se prolongó hasta mediados de la década de 1970, cuando las reformas neoliberales propiciaron su unificación. Un breve intento de unificar el mercado cambiario tuvo lugar en 1959, a solicitud del FMI, pero debió ser suspendido luego de una crisis cambiaria en 1961 (Carrasco, 2009).

³⁶ Es importante reconocer las limitaciones de este ejercicio analítico. Por un lado, solo hemos ponderado el cambio sobre el dólar (véase nota a pie anterior); por otro, un estudio más cuidadoso de la inflación debería desagregar los precios de los productos elaborados internamente de los que dependen de la importación.

³⁷ BMBC febrero 1935, p. 49-50.

1933-1935 fue puesta a prueba (fase 2). Como muestra la figura 3, en este período existió un rebrote de la inflación, elevándose varios meses sobre el 10% acumulado interanual. El Banco afirmaba que este fenómeno tenía causas externas e internas. Por un lado, se aseguró que el aumento de la inflación era consecuencia del incremento natural de los precios de las materias primas y artículos alimenticios en el mercado mundial una vez superada la crisis mundial, un fenómeno que resultaba especialmente crítico para economías que habían sufrido pérdidas en el valor de su moneda³⁸. Ese incremento de precios está respaldado por investigaciones recientes, que muestran un alza de entre 5% y el 7% en 1935-1936 y entre 9% y el 15% en 1936-1937, según distintas ponderaciones, para un conjunto de *commodities*. Mientras que productos importados relevantes para Chile aumentaron dentro de ese margen (petróleo, 9% y 17%; trigo, 10% y 0%), el cobre, principal exportación, aumentó solamente un 8% en 1936, para luego reducir su precio real en 6% al año siguiente (Jacks, 2019). Por otro lado, desde un punto de vista interno, el Banco invocaba que uno de los principales obstáculos para la defensa del *targeting* inflación fue su obligación de financiar a las instituciones de fomento. En efecto, en tanto las normas jurídicas del período de dominancia fiscal que apoyaban a las IFO no fueron derogadas, Gustavo Ross las utilizó como parte de su programa de reactivación³⁹. La Ley de Fomento 5185, que había incrementado el margen de crédito a este tipo de instituciones en 1933, permitió que los saldos netos de créditos a estas instituciones se duplicaran entre marzo de 1936 e inicios de 1937 (véase anexos 1 y 2).

Una vez diagnosticadas, ambas causas intentaron ser controladas por el Banco, aunque durante 1936 solo se elaboraron medidas para contener la masa monetaria. Así, el Directorio del Banco, mientras alarmaba continuamente sobre el incremento de los precios a las autoridades de Gobierno, evaluó con cuidado cada una de las solicitudes de descuentos o préstamos a las instituciones de fomento de acuerdo con los principios de la *real-bills doctrine*⁴⁰. En esa línea, la publicación mensual de diciembre de 1936 abogó públicamente por aumentos en las tasas de interés y en la reducción de créditos a las instituciones de fomento. Sin embargo, estas decisiones parecen haber sido insuficientes, especialmente porque no limitaron la expansión de redescuentos a la banca comercial⁴¹. Así, en estos meses se aprecia un ligero aumento en M2 justamente en los meses de mayor incremento de la inflación, del orden del 3,9% entre enero y agosto, a diferencia de los años de mayor estabilidad en los precios, cuando este agregado se mantuvo en torno a los 850 millones de pesos (anexo 1). Por otro lado, si bien la inflación pudo estar conducida por el tipo de cambio —durante estos

meses el dólar se apreció, tanto el de exportación y con más fuerza el de mercado libre—, el Banco no tomó medidas para contener su caída. Esta actitud pasiva se debió a que las autoridades consideraban que el incremento de los precios internacionales era parte de un proceso de «equilibrio» natural que afectaría inevitablemente la moneda local debido a la «herencia de la funesta inflación de los años 1931 y 32»⁴². Así, diciembre de 1936 cerró con una inflación interanual de 12,3%.

Al año siguiente la estrategia fue distinta, lo cual evidenció, a nuestro juicio, un importante aprendizaje monetario. El problema de la inflación, todavía sobre 10%, se encontró con un *shock* externo, la recesión de Estados Unidos de 1937-1938, que movió al Banco a buscar otras alternativas. En esa coyuntura, el Directorio concluyó que era necesario utilizar otras herramientas monetarias para cumplir con su *targeting* inflación. Así, en la segunda mitad de 1937, según informa la *Memoria* de 1938, se puso acento en el tipo de cambio para evitar que el incremento de los precios internacionales se transfiriera a los domésticos (inflación por costos), argumentándose que el mantenimiento de las paridades fijas «no es ya un ideal incondicionalmente aceptable»⁴³. De esta forma, la moneda chilena se apreció respecto al dólar americano en agosto en un 4% nominal, tendencia que fue seguida por el cambio extraoficial. La información disponible permite observar que la revaluación del tipo de cambio fue exitosa y permitió contener nuevas alzas e la inflación sin reducciones de la masa monetaria⁴⁴. Como muestra la figura 3, la inflación interanual mostró una mejoría desde mediados de 1937, retornando a los niveles que caracterizaron el exitoso período 1933-1938. Esto se logró pese a que las exportaciones totales en Chile, medida en valores reales, se redujeron un 21% en 1938 respecto a 1937, mientras que el precio real de las importaciones aumentó en un 28% en 1938 (Díaz, Lüders y Wagner, 2016). Es preciso destacar que la apreciación se realizó sobre el dólar de exportación, que era usado en un número mayor de operaciones, pero cuya fijación estaba a cargo de la Comisión de Cambios Internacionales, dependiente en última instancia del ministro de Hacienda. No obstante, la información interna del Banco permite conjeturar que los argumentos para aumentar el valor del peso se generaron en los círculos del Directorio y fueron los consejeros quienes habrían influenciado al Gobierno para modificar el precio dólar de exportación. Prueba de ello es que fue el Directorio el que definió el monto específico de la revaluación (de 26 a 25 pesos por dólar), basándose en las reservas que disponía el Banco para defender la nueva paridad⁴⁵. En esta discusión participó activamente Gustavo Ross, quien era, desde fines de marzo, representante del Gobierno en el Directorio del Banco. Adicionalmente, existen registros de una reunión meses antes de la revaluación entre Arturo Alessandri y Guillermo Subercaseaux, en la que este último advirtió al presidente de la República sobre la necesidad de incrementar el valor de la moneda nacional⁴⁶.

³⁸ BMBC enero 1938. Causas secundarias, según se pensaba, eran la escasez de productos en el mercado, impuestos que gravaban la producción industrial y la importación, además de una fase de *exageración* de la inversión y el consumo (BMBC octubre 1937).

³⁹ Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública para 1938, p. 6.

⁴⁰ Subercaseaux tomó contacto en varias oportunidades con el Ministerio de Agricultura sobre la cuota de créditos que correspondía a la CCA (ADBC 472, 28 agosto 1935; 506, 10 junio 1936; 594, 18 mayo 1938; 617, 14 septiembre 1938; BMBC abril 1937), así como con Hacienda respecto a la CCM (ADBC, 372, 19 julio 1933; BMBC mayo 1938). También se consignan discusiones sobre la política de tasas de interés extraordinarias (ADBC 507, 19 junio 1936; 513, 29 julio 1936).

⁴¹ Esta es, precisamente, la explicación que ofrece Lüders (1968). Se podría añadir un aumento paralelo y de mayor magnitud de créditos netos a las instituciones de fomento (anexo 2).

⁴² BMBC, septiembre 1936, p. 570. También en BMBC, enero 1937, p. 6.

⁴³ MABC 1938, pp. 16-20.

⁴⁴ De acuerdo con BMBC de enero de 1938, p. 7, la apreciación hubiera sido más efectiva algunos meses antes.

⁴⁵ ADBC 559, 4 agosto 1937; 560, 11 agosto 1937

⁴⁶ ADBC 545, 21 abril 1937. Esta fue una estrategia que adoptaron varios países de América Latina frente a la recesión de Estados Unidos (Eichengreen, 1992).

4. Conclusiones

En este estudio se ha mostrado la evolución de las políticas y el cambio de *monetary policy strategy* del Banco Central de Chile durante la década de 1930. El giro de la política monetaria desde un *targeting* tipo de cambio a otro de la inflación tuvo lugar dentro de un proceso de transición desde régimen de gran autonomía, bajo el *gold-exchange standard*, a uno de cooperación entre el BCCh y la autoridad fiscal, desde 1933 a 1938. Entre ambos regímenes, durante una etapa de alta conmoción política producto de la Gran Depresión, tuvo lugar un período de subordinación del Banco al Gobierno, denominado dominancia fiscal (agosto 1931-diciembre 1932).

La recuperación de la crisis estuvo caracterizada por una estrecha coordinación entre Guillermo Subercaseaux, presidente del Banco Central desde 1933, y Gustavo Ross Santa María, ministro de Hacienda del Gobierno de Arturo Alessandri Palma (diciembre 1932-diciembre 1938). La colaboración entre ambas autoridades permitió el desarrollo del nuevo *targeting* del Banco a través de un *compromiso antiinflacionario* desarrollado en un contexto de emergencia política y recuperación económica. La cooperación entre ambas autoridades tuvo como eje una alineación de intereses: mientras el Banco Central respondió a las solicitudes del Gobierno sobre el reordenamiento de la monetización del déficit público o el respaldo a las empresas que controlaban la producción y venta del salitre, el Ministerio de Hacienda colaboró con la nueva *monetary policy strategy* a través de un financiamiento no inflacionario del gasto público. Pese a que esa coordinación condicionó algunas decisiones del Banco, restringiendo la autonomía de la institución (estricto control sobre su activo), la contención de la inflación en la mayor parte del período indica que este acuerdo a *dos bandas* entre las autoridades evitó buena parte de los problemas del *time-inconsistency* que este tipo de instancias suelen generar sobre la política económica (Davis, Fujiwara y Wang, 2018). En otras palabras, a pesar de la no existencia de una autonomía en término de los instrumentos, existió un compromiso respecto a mantener la inflación en niveles controlados. Y ese compromiso fue creíble en la medida en que el Banco Central fue *conservador* (respetó su *targeting*), pero —y esta es la característica de la experiencia chilena entre 1933 y 1938— sin ser plenamente autónomo (De Haan y Eijffinger, 2016; Rogoff, 1985).

Pensamos que, específicamente en estos años, la degradación de la autonomía del Banco Central de Chile no fue un obstáculo para el correcto desempeño de la política monetaria (6% inflación interanual promedio entre 1934 y 1938), especialmente hasta 1935 y desde la segunda mitad de 1937 en adelante. Adicionalmente, el régimen de cooperación fue un marco de entendimiento óptimo para el aprendizaje monetario de un banco central periférico: durante estos años de puesta a prueba de la nueva *monetary policy strategy*, la inflación se contuvo y se utilizó el tipo de cambio como una herramienta para contener presiones sobre la balanza de pagos y los precios internos (recesión de 1937-1938 Estados Unidos). En cinco años, esta nueva estrategia permitió constituir una estructura económica mucho más resiliente a los embates externos que la de fines de la década de 1920. Al mismo tiempo, no obstante, debemos reconocer el éxito de esta fórmula de cooperación dependió, en última instancia, de individuos y no de instituciones: en las décadas siguientes, la presión del Gobierno chileno sobre su Banco Central se intensificó, alcanzándose picos inflacionarios del orden del 25% (1942), 84% (1955) y 255%

(1972). Desde un plano global, el camino hacia la cooperación fue la característica periférica de un fenómeno global en estas décadas: la *first revolution of central banking* (Singleton, 2011).

Agradecimientos

Este trabajo es resultado de mi tesis de magíster en Historia Económica de la Universidad de Santiago de Chile. Agradezco al cuerpo académico por el constante apoyo, especialmente a Manuel Llorca-Jaña, Claudio Robles-Ortiz y Juan Ricardo Nazer, además del tutor externo Pablo García Silva. El original también se robusteció gracias a una espléndida y desafiante estancia de investigación en la Universitat de Barcelona, generosamente dirigida por Yolanda Blasco-Martel, y por los comentarios de Enrique Jorge-Sotelo. Desde luego, extendiendo los agradecimientos a los comentarios de los evaluadores y al trabajo del editor. Finalmente, deseo reconocer la posibilidad brindada por el Banco Central de Chile para acceder a su material patrimonial, especialmente a la Unidad de Acceso a la Información y a la Fiscalía.

Bibliografía

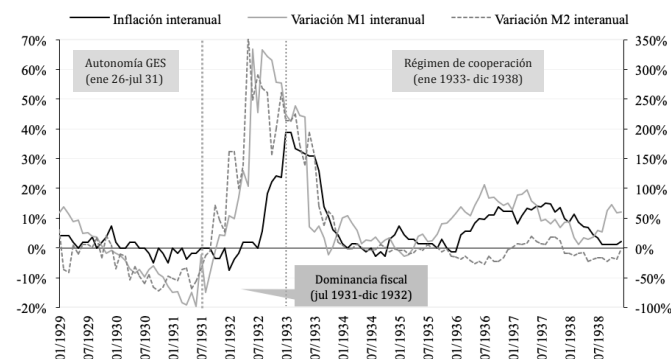
- Alcouffe, A. y Boianovsky, M. (2013). «Doing Monetary Economics in the South: Subercaseaux on Paper Money», *Journal of the History of Economic Thought*, 35 (4), 423-447. Disponible en: 10.1017/S1053837213000278.
- Bértola, L. y Ocampo, J. A. (2013). *El desarrollo de América Latina desde la Independencia*. México DF: Fondo de Cultura Económica.
- Blancheton, B. (2016). «Central bank independence in a historical perspective. Myth, lessons and a new model», *Economic Modelling*, 52, 101-107. Disponible en: 10.1016/j.econmod.2015.02.027.
- Blinder, A. (1998). *Central Banking in Theory and Practice*. Cambridge, Mass: MIT Press.
- Bordo, M. D. (1999). *The Gold Standard and Related Regimes. Collected Essays*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Carrasco, C. (2009). *Banco Central de Chile 1925-1964. Una historia institucional*. Santiago de Chile: Banco Central de Chile.
- Collier, S. y Sater, W. F. (2004). *A History of Chile, 1808-2002*. 2nd ed. Cambridge: Cambridge University Press.
- Corbo, V. y Hernández, L. (2005). *Ochenta años de historia del Banco Central de Chile*. Documentos de Trabajo, 345. Santiago de Chile: Banco Central de Chile.
- Díaz, J., Lüders, R. y Wagner, G. (2016). *Chile 1810-2010. La República en cifras. Historical statistics*. Santiago de Chile: Ediciones Universidad Católica de Chile.
- Duarte Rivera, C. F. (2018). «El patrón oro y la Gran Depresión en Chile: 1925-1935», *América Latina en la Historia Económica*, 1-30. Disponible en: 10.18232/alhe.915.
- Edwards, J. (2018). «Historia del pensamiento económico en Chile», en Jaksic, I., Estefane, A., y Robles, C. (eds.). *Historia política de Chile, 1810-2010. Tomo III. Problemas económicos*. Santiago de Chile: Fondo de Cultura Económica, pp. 369-396.
- Eichengreen, B. (1992). *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*. Cambridge: Oxford University Press. Disponible en: 10.1093/0195101138.001.0001.
- Eichengreen, B. (2008). *Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*. New Jersey: Princeton and Oxford University Press.
- Eichengreen, B. (2015). *Hall of Mirrors. The Great Depression, The Great Recession, and the Uses —and misuses— of History*. New York: Oxford University Press.
- Eichengreen, B. y Flandreau, M. (1997). *The gold standard in theory and history*. New York: Routledge.
- Eichengreen, B. y Temin, P. (2000). «The Gold Standard and the Great Depression», *Contemporary European History*, 9 (2), 183-207.
- Ellsworth, P. T. (1945). *Chile. An Economy in Transition*. New York: The Macmillan Company.

- Fernandois, G. (1997). *Abismo y cimienta. Gustavo Ross y las relaciones entre Chile y Estados Unidos 1932-1938*. Santiago de Chile: Ediciones Universidad Católica de Chile.
- Fischer, S. (1995). «Modern central banking», en *The Future of Central Banking. The Tercentenary Symposium of the Bank of England*. Cambridge: Cambridge University Press, pp. 262-329.
- Fischer, S. (2015). *Central Bank Independence*. Remarks by Stanley Fischer Vice Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System at the 2015 Herbert Stein Memorial Lecture National Economists Club Washington, DC.
- Goodhart, C., Capie, F. y Schnadt, N. (1994). «The development of central banking», en *The Future of Central Banking. The Tercentenary Symposium of the Bank of England*. Cambridge: Cambridge University Press, pp. 1-261.
- De Haan, J. y Eijffinger, S. (2016). *The politics of central bank independence*. DNB Working Paper, 539. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- Herger, N. (2019). *Understanding Central Banks*. Cham: Springer International Publishing. Disponible en: 10.1007/978-3-030-05162-4.
- Hirschman, A. O. (1965). «Inflation in Chile», en *Journey toward progress. Studies of economic policy-making in Latin America*. New York: Anchor Books, pp. 215-289.
- Jacks, D. S. (2019). «From Boom to Bust: A Typology of Real Commodity Prices in the Long Run», *Cliometrica*, 13 (2), 202-220.
- Jácome, L. (2015). *Central Banking in Latin America: From the Gold Standard to the Golden Years*. Working Paper, 15/60.
- Kemmerer, D. (1983). *El Banco Central de Chile en el período 1925-1950, estudios monetarios*. VIII. Santiago de Chile.
- Kindleberger, C. P. (1984). *A Financial History of Western Europe*. London: George Allen and Unwin.
- Lüders, R. (1968). *A Monetary History of Chile: 1925-1958*. University of Chicago.
- Marfán, M. (1984). *Políticas reactivadoras y recesión externa. Chile: 1929-1938*. Colección estudios CIEPLAN, 12, 89-119.
- Marichal, C. (2010). *Nueva historia de las grandes crisis financieras*. Buenos Aires: Debate.
- Meller, P. (2016). *Un siglo de economía política chilena (1890-1990)*. Santiago de Chile: Uqbar.
- Millar, R. (1994). *Políticas y teorías monetarias en Chile 1810-1925*. Santiago de Chile: Universidad Gabriela Mistral.
- Millar, R. y Fernández, J. (2008). «Políticas agrarias en Chile: 1932-1958», *Boletín de la Academia Chilena de la Historia*, 177.
- Mishkin, F. S. (2007). *Monetary Policy Strategy*. Cambridge, Mass: MIT Press.
- Negishi, T. (2014). «Specie-Flow Mechanism», en *Developments of International Trade Theory*. 2nd ed. Springer, pp. 9-13. Disponible en: 10.1007/978-4-431-54433-3_2.
- Ortiz Batalla, J. (1998). *Los bancos centrales en América Latina. Sus antecedentes históricos*. Buenos Aires: Editorial Sudamericana y Universidad de San Andrés.
- Palma, G. (1988). «De una economía de exportación a una economía sustitutiva de importaciones: Chile 1914-1939», en *América Latina en la década de los treinta. El papel de la periferia en la crisis mundial*. México: Fondo de Cultura Económica, pp. 69-102.
- Resende, C. (2007). *Cross-Country Estimates of the Degree of Fiscal Dominance and Central Bank Independence*. Bank of Canada Working Paper, 2007-36.
- Riveros, L. (2009). *La Gran Depresión (1929-1932). en Chile*. Documentos de trabajo, 293. Santiago de Chile.
- Rogoff, K. S. (1985). «The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target», *The Quarterly Journal of Economics*, 100 (4), 1169-1189.
- Rosenblitt, J. (1996). «El ministerio de Gustavo Ross y la configuración del Estado nacional desarrollista (1932-1938)», *Historia*, 29, 405-421.
- Sáez, S. (1989). *La economía política de una crisis*. Notas Técnicas CIEPLAN, 130. Santiago de Chile.
- Sanfuentes, A. (1987). *La deuda pública externa en Chile entre 1818 y 1935*. Notas Técnicas CIEPLAN, 96. Santiago de Chile.
- Singleton, J. (2011). *Central Banking in the Twentieth Century*. New York: Cambridge University Press.
- Subercaseaux, G. (1937). *Manual de economía política*. 6^a ed. Santiago de Chile: Prensas de la Universidad de Chile.
- Subercaseaux, G. (1938). *Seis años de política monetaria (1933-1938)*. Santiago de Chile: Sociedad Imprenta y Litografía Universo.
- Temin, P. (2000). «The Great Depression», en Engerman, S. y Gallman, R. (eds.). *The Cambridge Economic History of United States III. The Twentieth Century*. New York: Cambridge University Press.
- Toso, R. y Feller, Á. (1983). *La crisis económica de la década del treinta en Chile: lecciones de una experiencia*. Serie de Estudios Económicos, 21. Santiago de Chile: Banco Central de Chile.
- Ugolini, S. (2017). *The Evolution of Central Banking: Theory and History*. London: Palgrave Macmillan.
- Wessels, G. M. (1997). «Cycles in central bank independence», *South African Journal of Economic History*, 12 (1-2), 153-174. Disponible en: 10.1080/10113439709511099.

Fuentes

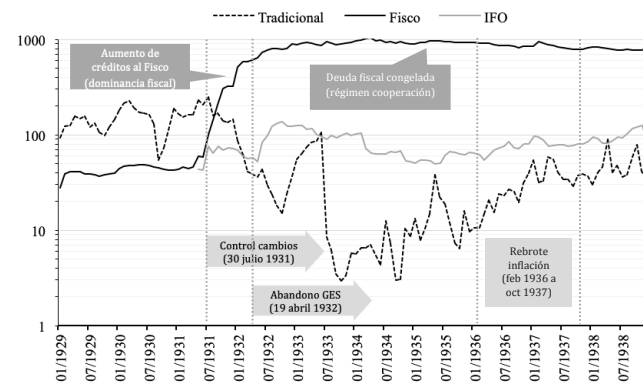
Banco Central de Chile. Memorias Anuales, 1926-1938 (MABC).
 Banco Central de Chile. Boletines Mensuales, 1928-1938 (BMBC).
 Banco Central de Chile. Actas del Directorio, 1925-1938 (ADBC).
 Anuario Estadístico de la República de Chile (1930-1938).

Anexos



Anexo 1. Inflación interanual y oferta monetaria en tres regímenes (1929-1938).

Fuente: MABC 1929-1938 e Instituto Nacional de Estadísticas. Inflación interanual (eje izquierdo), variación oferta monetaria M1 (eje izquierdo) y M2 (eje derecho).



El gráfico muestra los saldos a fin de mes de descuentos, redescuentos y préstamos al sector tradicional (bancos accionistas y público), el fisco y las IFO (instituciones de fomento). —principales activos del Banco Central—, en una escala semilogarítmica de base 10 y en millones de pesos de diciembre de 1929.

Anexo 2. Créditos reales del Banco Central en millones de pesos (1929-1938).

Fuente: elaboración propia sobre la base de las MABC de 1926-1932, y BMBC de enero de 1928 y diciembre de 1929.