



BANCO CENTRAL DE CHILE



**POLÍTICA
MONETARIA DEL
BANCO CENTRAL
DE CHILE:
OBJETIVOS,
Y TRANSMISIÓN**

MAYO 2000

ÍNDICE

	Página
I. La estabilidad de precios y la política monetaria	3
El objetivo de la estabilidad de precios y los elementos principales de la política monetaria	4
- La meta rango de inflación	4
- La operatoria de la política	5
- Canales de transmisión y horizonte de la política monetaria	6
Política monetaria, flotación cambiaria y metas de inflación	6
Política monetaria y transparencia	7
- Iniciativas de transparencia	8
II. Mecanismos de transmisión de la política monetaria en Chile	8
Efectos de la política monetaria en los mercados financieros	10
- Tasas de interés de corto plazo	10
- Tasas de interés de largo plazo	10
- El tipo de cambio	11
- Precios de los activos	11
- Liquidez, cantidad de dinero y crédito bancario	12
- Expectativas	12
Reacción de individuos y empresas frente a los cambios en los mercados financieros y cambiarios: Primera ronda de efectos	15
- Los individuos	15
- Las empresas	17
Segunda ronda de efectos: Cómo los cambios en las decisiones de gasto afectan al PIB y a la inflación	19
- Los rezagos con que opera la política monetaria	20
- Existencia de efectos no lineales y asimetrías	21
- El PIB y la inflación	22
- Expectativas de inflación y salarios reales	23
- Inflación importada	24
III. A modo de breve conclusión	25

POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE: OBJETIVOS Y TRANSMISIÓN

El presente documento da a conocer los objetivos que persigue el Banco Central con sus políticas en materia inflacionaria y la forma en que la autoridad monetaria entiende los efectos de sus políticas sobre la inflación y la estabilidad de precios.

Junto con hacer explícitos los propósitos de alcanzar la estabilidad de precios, la primera parte del documento da cuenta también de los detalles que envuelve el esquema vigente de metas de inflación. Cabe señalar que otros objetivos, más allá de la estabilidad de precios, que pudieran asignarse a la política monetaria, o a otras políticas disponibles para el Instituto Emisor, no son tratados en forma explícita.

En la segunda parte se describen los canales de transmisión sobre los cuales transitan los efectos de la política monetaria a través de la economía, antes de materializarse en resultados concretos en materia inflacionaria.

Este documento, en conjunto con otras iniciativas como el nuevo

Reglamento para el Funcionamiento del Consejo y el Informe de Política Monetaria, responde a la decisión del Banco Central de otorgar una mayor transparencia a sus procedimientos y políticas. Asimismo, el presente documento es un complemento del Informe de Política Monetaria y facilita su lectura.

I. La Estabilidad de Precios y la Política Monetaria

La Ley Orgánica del Banco Central de Chile establece que esta institución tiene por objeto “(...) velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos”. Para cumplir con este propósito, la ley otorga al Banco Central atribuciones para regular la cantidad de dinero y de crédito en circulación, ejecutar operaciones de créditos y cambios internacionales, y dictar normas en materias monetarias, crediticias, financieras y cambiarias. Dichas atribuciones le permiten al Banco configurar su principal herramienta: la política monetaria.

El objetivo de la estabilidad de precios y los elementos principales de la política monetaria

El dinero juega un rol fundamental en el funcionamiento adecuado de cualquier economía, y en particular, de la economía chilena. Para preservar ese rol, la política monetaria del Banco Central debe proteger el valor de nuestra moneda, el peso, buscando que la inflación sea *baja y estable*.

El propósito de mantener una inflación baja y estable, que es la forma en que se interpreta en la práctica el concepto de *estabilidad de precios*, no es un capricho de la ley, sino que sirve al objetivo más amplio de encaminar a la economía nacional por una ruta de crecimiento sostenido, de pleno empleo y, en general, de progreso y bienestar para los chilenos. En efecto, la mayor contribución del Banco Central al crecimiento y al progreso radica en la confianza en el futuro que se asocia a la estabilidad de precios. Ésta es un aliciente para el ahorro, la inversión y las ganancias de productividad, todos ellos elementos indispensables para el crecimiento económico. Una inflación baja y estable es, además, beneficiosa desde un punto de vista distributivo, porque favorece el crecimiento del empleo y protege el ingreso de los sectores más indefensos de la sociedad.

La política monetaria no puede influir sobre la trayectoria de crecimiento de largo plazo más allá de su contribución a la estabilidad de precios. Las consecuencias que esta política puede tener sobre la actividad económica y el empleo a corto y mediano plazo, surgen

de los distintos canales por los cuales se transmiten los cambios en la política monetaria hasta llegar a afectar la inflación. Por esta razón, la política monetaria sigue una *orientación anticíclica* que, además de preservar la estabilidad de precios, busca evitar las variaciones extremas del gasto global, o demanda interna, conducentes a riesgos innecesarios en los mercados financieros y a situaciones aflictivas en materia de recesión y desempleo. En este sentido, *el foco de la política monetaria del Banco Central de Chile es la estabilidad de precios a través del tiempo, tomando en cuenta los efectos de esa política sobre la actividad económica y el empleo en el corto y mediano plazo.*

- La meta rango de inflación

Para preservar la estabilidad de precios, el Banco Central se ha comprometido a orientar su política monetaria en orden a mantener la inflación a través del tiempo en un *rango* entre 2 y 4% anual. El valor central de este rango, 3%, constituye la *meta operacional* que guía a la política monetaria en el mediano plazo. Tanto este valor central como el rango en torno a él, representan adecuadamente el concepto de estabilidad de precios en las actuales circunstancias de la economía chilena, a pesar de que se ubican algo por encima de las tasas medias de inflación observadas en economías desarrolladas (entre 1 y 3%). En primer término, el rango de 2 a 4% toma en cuenta un grado de inercia inflacionaria que se deriva del uso extendido de prácticas indizatorias (respecto de la inflación pasada) en diversos mercados, prácticas que a su turno son herencia de la historia

de alta inflación que exhibe nuestro país desde la década de 1930. En segundo lugar, la experiencia internacional revela que los países que crecen más rápido que el promedio (como Chile) son también aquellos con mayores crecimientos de productividad en los sectores transables (vinculados al comercio exterior), lo cual se asocia con un leve sesgo al alza en la inflación. Esto se debe a que las mejoras en productividad en el sector transable ejercen presión sobre los aumentos salariales, y estos, a su vez, afectan los precios de los bienes no transables, que no se compensan completamente en el corto plazo por inflexibilidad de algunos precios a la baja. Finalmente, se ha demostrado que los indicadores de inflación presentan sesgos positivos en todos los países del mundo por la forma en que se calculan, por los cambios en los hábitos de consumo y por la incorporación de nuevos productos (entre otros elementos). Estos factores suelen ser más agudos en países en rápido crecimiento como Chile, implicando un sesgo positivo algo mayor que en las naciones desarrolladas.

La meta operacional de mediano plazo se define en términos de la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Este indicador, sin embargo, puede mostrar un grado relativamente alto de volatilidad mes a mes, como resultado de variaciones en los precios de alimentos perecibles (por razones estacionales y climáticas) y de los combustibles (vinculados a los vaivenes del precio del petróleo a nivel internacional). Por lo tanto, para interpretar la información de precios periódicamente y a corto plazo (hasta 12 meses), el Banco Central centrará su atención preferentemente en mediciones de *inflación subyacente o de tendencia*, tales

como la variación del IPC *subyacente* (el índice total excluyendo verduras, frutas y combustibles) que registra el Instituto Nacional de Estadísticas, INE. Para proyectar la evolución de la tendencia de la inflación en un horizonte de mediano plazo, entre 12 y 24 meses, se usarán los dos indicadores, cuestión que no plantea problemas prácticos ni de interpretación, puesto que ambos registros tienden a coincidir en ese horizonte.

Las desviaciones transitorias de la *inflación de tendencia* respecto del valor central del rango (3%) son tolerables, pero sólo en la medida en que se mantengan acotadas respecto de los límites establecidos, y que con razonable seguridad pueda esperarse que, en un *lapso prudente*, la inflación retornará a 3%. Es decir, tanto el límite superior como el límite inferior del rango *constituyen valores de excepción para la inflación y no metas propiamente tales*.

- La operatoria de la política

La política monetaria tiene como principal *instrumento operativo* las operaciones de mercado abierto que realiza administrando mes a mes los cupos de licitaciones de sus propios títulos de deuda y colocando o sustrayendo liquidez del mercado interbancario de muy corto plazo, según sea necesario (operaciones de *repo* y *anti-repo*, en la jerga internacional), con el objeto de estabilizar la *tasa de interés interbancaria* (a un día) en torno a su *objetivo operativo o instrumental*, definido como la *tasa de interés de política*.¹

¹ Nótese que, además, se cuenta con otros instrumentos operativos, cuyo uso es menos frecuente (ver recuadro).

- Canales de transmisión y horizonte de la política monetaria

La transmisión de los cambios en la política monetaria hacia el resto de la economía sucede a través de varios canales y toma un tiempo relativamente largo y variable en materializarse². Así, por ejemplo, una política monetaria más restrictiva (reflejada en un aumento en la tasa de interés de política) incide en un menor gasto privado en inversión y consumo y, por esa vía, afecta a la brecha entre la demanda agregada y el producto potencial y, finalmente, a la inflación. Al mismo tiempo, el alza de la tasa de interés de política también puede afectar al tipo de cambio (apreciándose el peso), disminuyendo eventualmente la inflación de los productos importados, además de afectar también a la demanda externa y a la brecha gasto a producto. Desde que se cambia la tasa de política hasta que la inflación reacciona sustancialmente, por el conjunto de canales de transmisión, pueden pasar entre uno y dos años. *Este período de tiempo define el lapso prudente que el Banco Central considera como horizonte de la política monetaria.*

Por esta razón, las acciones de dicha política se basan en la evolución *esperada* de la inflación para un plazo de 12 a 24 meses y no necesariamente en su comportamiento presente. De este modo, incluso si la inflación se encuentra en un momento dado dentro del rango definido en la meta de inflación, puede ser necesario actuar *preventivamente* para evitar desviaciones futuras de la *inflación de tendencia* respecto de ese rango. Pero también movimientos de la inflación

puntualmente fuera de este rango podrían no requerir acciones de política si existe una presunción fundada de que son de muy corta duración y que no arriesgan desanclar la *inflación de tendencia*. Es importante asimismo recalcar que el rango de 2 a 4%, centrado en 3%, define un objetivo *simétrico* donde, en principio, se requiere actuar preventivamente tanto si la proyección de la inflación de tendencia amenaza con ir por encima de 4 % como si lo hace por debajo de 2%.

Política monetaria, flotación cambiaria y metas de inflación

El esquema vigente de flotación cambiaria permite al Banco Central usar su instrumental monetario con más flexibilidad e independencia que en el caso de un régimen de rigidez del tipo de cambio. Esto es importante, porque se puede combinar la estabilidad de precios que busca la política monetaria, con la posibilidad de absorber impactos de la economía mundial a través de la flexibilidad del tipo de cambio. Además, la flotación cambiaria, la creciente profundidad y sofisticación de los mercados de capitales internos y su integración a la economía global, son elementos que aminoran sustancialmente la probabilidad de que la economía chilena, de fundamentos sanos, quede expuesta a situaciones de tensión desde el punto de vista de los pagos externos, tales como fluctuaciones pronunciadas en los términos de intercambio o en las condiciones de financiamiento externo.

El régimen de flotación cambiaria, además, es perfectamente coherente con la perspectiva de mediano plazo que tiene

actualmente la política monetaria, en cuanto los efectos inflacionarios o deflacionarios de fluctuaciones cambiarias transitorias tienden a cancelarse entre sí en horizontes mayores a un año. Además, la creciente importancia que tendrán los mecanismos de cobertura de riesgo cambiario y la mayor costumbre que ha ido adquiriendo el sector privado con las fluctuaciones cambiarias de corto plazo que caracterizan a un esquema de flotación, son elementos que tienden a disminuir la magnitud de los efectos inflacionarios (o deflacionarios) de los cambios en el valor del peso.

La adopción conjunta de un esquema de política monetaria basado en metas de inflación y en un régimen de flotación cambiaria es cada vez más común a nivel internacional, tanto en el caso de países desarrollados (Canadá, Nueva Zelanda, Australia, Suecia, la Unión Europea, Reino Unido y, en alguna medida, los EE.UU.), como en el caso de economías emergentes (Israel, Brasil, Chile). Estas experiencias han sido particularmente exitosas en mantener la estabilidad de precios en un ambiente de crecimiento.

Política monetaria y transparencia

Los cambios en la política monetaria se transmiten al resto de la economía a través de sus efectos sobre los precios de activos, como las tasas de interés de mercado, los precios de la bolsa y el tipo de cambio. Estos efectos serán más o menos pronunciados y, por tanto, más o menos útiles al propósito de afectar la inflación, conforme las expectativas del mercado se alineen adecuadamente, para lo cual es muy importante la claridad que

exista respecto de la forma que tomará la política monetaria en el futuro. Esto requiere de una gran transparencia con relación a lo que busca la autoridad monetaria con sus políticas y a la manera en que el Banco Central realiza su diagnóstico de la situación de la economía y proyecta el futuro.

Puesto de otra manera, la política monetaria tiene más éxito en alcanzar la meta de inflación si tanto el público como los mercados financieros comprenden los factores que afectan la inflación y la evaluación que realiza el Banco Central de aquellos factores, así como la prescripción de política que adopta la autoridad monetaria. Durante la década pasada, por ejemplo, fue notorio como, en la medida que se fueron cumpliendo las metas de inflación en forma consecutiva, las expectativas de inflación se fueron orientando en forma creciente por la propia meta del Banco, sobre la base de la credibilidad en el compromiso de este último con dichas metas.

Con el tiempo, un compromiso creíble con la estabilidad de precios no sólo logra reducir la inflación, sino que a medida que aumenta la credibilidad, la incertidumbre acerca de la inflación futura disminuye, con lo cual se pueden observar tasas de interés en promedio más bajas, lo cual favorece la inversión y, a la larga, el crecimiento.

Pero, además, una mayor confianza de la gente y de los mercados en que la inflación está bajo control, les hace ser menos sensibles a factores inesperados que pueden afectar la inflación. Esto permite que, en la actualidad, un ajuste leve en la política monetaria sea suficiente para evitar

que se desalineen las expectativas, lo cual contribuye a una mayor estabilidad económica y provee al Banco Central del tiempo necesario para evaluar la profundidad y permanencia de estos eventos inesperados.

- Iniciativas de transparencia

Con el propósito de apoyar la transparencia de la política monetaria, el Banco Central inicia, en mayo de este año, la publicación del *Informe de Política Monetaria*, el que aparecerá cada cuatro meses (enero, mayo y septiembre), cuyos objetivos centrales son: (a) apoyar el proceso de formulación de la política monetaria del Consejo del Banco Central, con un marco de análisis de mediano plazo; (b) informar y explicar al público general la visión del Consejo sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus consecuencias para la conducción de la política monetaria; y (c) orientar las expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura esperada de la inflación y del producto.

En forma paralela, el *Reglamento para el Funcionamiento del Consejo* contempla otra serie de medidas para lograr mayor transparencia en las políticas del Banco Central, como por ejemplo difundir las fechas de las reuniones mensuales de política monetaria y publicar los resúmenes de las actas de esas reuniones, y de otras donde se adoptan decisiones de política, con un rezago de 90 días. Con esto se intenta formalizar la comunicación del debate que se lleva a cabo en las reuniones de política monetaria y se busca hacer más transparente la relación entre el Banco Central y el

Ministerio de Hacienda frente a las opciones de política monetaria.

Es de notar que la búsqueda de mayor transparencia no sólo responde a la intención de incrementar la eficacia de la política monetaria. En efecto, la transparencia permite que quienes administran las instituciones del Estado puedan *dar cuenta* en forma simple y directa de sus actos y decisiones, al tiempo que promueve una mayor eficiencia e incentivos para un mejor desempeño. En el caso de un banco central autónomo, como es el chileno, la transparencia es especialmente importante para legitimar sus acciones y políticas frente al público y hacerse responsable por ellas.

II. Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria en Chile

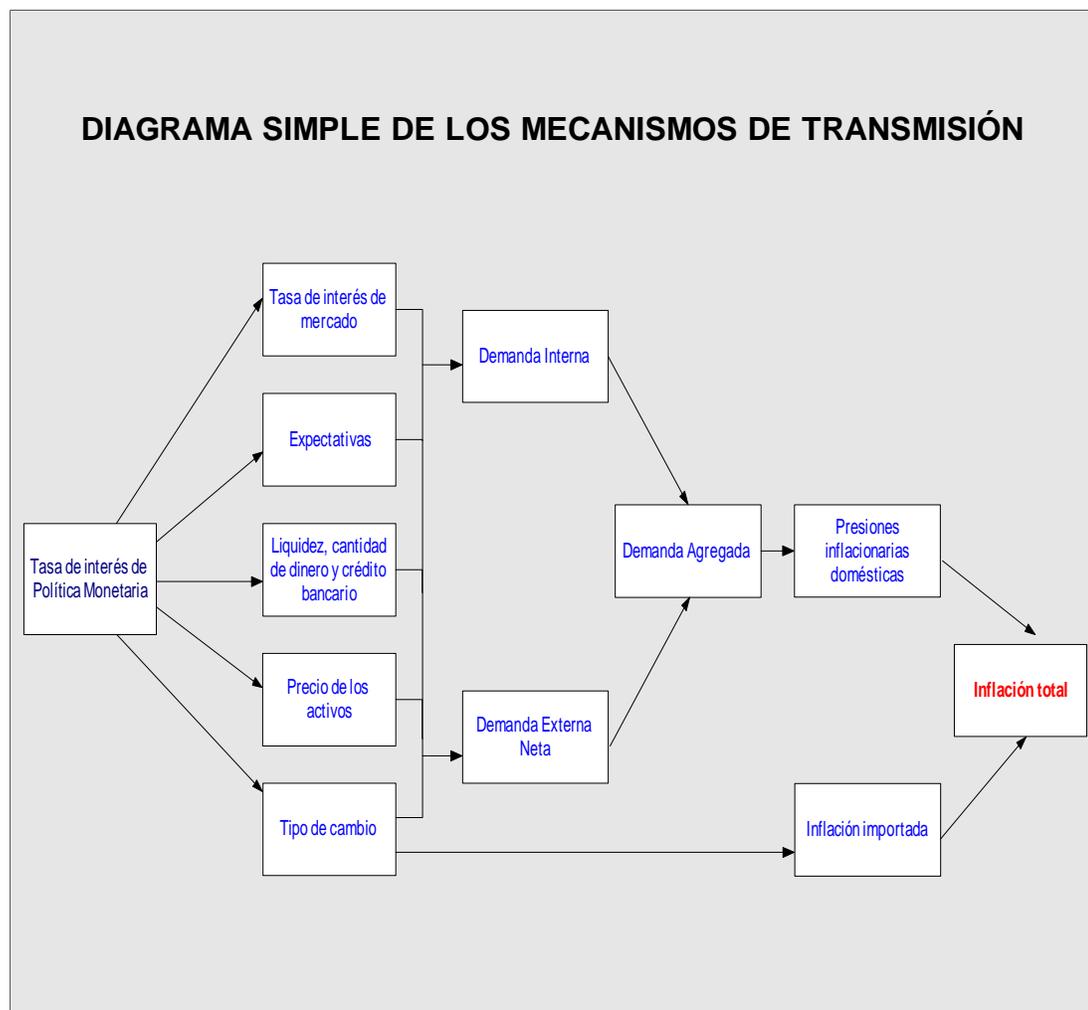
Si bien la política monetaria influye sobre un amplio espectro de variables en el corto plazo, especialmente en aquellas vinculadas a la demanda agregada, sus consecuencias en la oferta agregada y en el crecimiento son prácticamente nulas en el largo plazo. En esta dimensión temporal, la influencia de la política monetaria es esencialmente sobre variables nominales, en particular el nivel de precios. Es en este sentido que comúnmente se sostiene que la inflación, definida como la tasa de cambio del nivel de precios es, a fin de cuentas, un fenómeno monetario. Por esta razón, es importante que la inflación sea el foco principal de la política monetaria del Banco Central.

Sin embargo, los cambios en la política monetaria influyen en la actividad real a corto y mediano plazo,

mediante los diversos canales por los cuales se transmiten dichos cambios, hasta llegar a afectar a la inflación. De este modo, el camino por el cual se llega a un objetivo en materia de inflación, después de un cierto período, puede tener diversas variantes en lo relativo a la actividad económica, al empleo y a las cuentas externas.

y simplificada, la manera en que se desarrollan los distintos efectos de un cambio en la política monetaria sobre la economía. Se destacan la existencia de repercusiones inmediatas sobre los mercados financieros y precios de activos, y el desencadenamiento de efectos de primera y segunda ronda sobre las decisiones de empresas y personas que llevan finalmente a afectar la inflación. Estos aspectos se explican a continuación.

El diagrama que se muestra a continuación representa, en forma gráfica



Efectos de la política monetaria en los mercados financieros

Como ya se señaló, la política monetaria es la herramienta que usa el Banco Central para mostrar al mercado cuál es su posición frente a la coyuntura económica y las perspectivas de inflación. Esta política se manifiesta en una tasa de interés que se conoce como *tasa de política monetaria* (o, más breve, *tasa de política*) la cual se vincula, desde 1995, directamente con la tasa de interés interbancaria. Esta última es la tasa a la cual se prestan recursos los bancos comerciales entre sí, de un día para otro, con el propósito de satisfacer sus necesidades de liquidez (mayormente por el encaje legal). No obstante, el Banco Central no fija por decreto su tasa de política, sino que anuncia respecto de ella un objetivo operativo que intenta sostener por medio de *operaciones de mercado abierto* y otros instrumentos operativos con los propios bancos comerciales. En otras palabras, inyecta o retira liquidez, a veces con frecuencia diaria y con títulos de muy corto plazo, de modo que la tasa interbancaria se ubique alrededor de la tasa de política. Un recuadro especial, más adelante, contiene detalles sobre los aspectos operativos envueltos.

El efecto cuantitativo que un cambio en la tasa de política tiene sobre otras tasas de interés, y sobre los mercados financieros en general, depende de hasta qué punto fue anticipado este cambio de política y cómo afecta las expectativas sobre políticas futuras. Por otra parte, se debe tener presente que algunos de los efectos descritos pueden ocurrir cuando cambian las expectativas del mercado sobre las

políticas y no cuando lo haga la tasa de política en sí misma.

- Tasas de interés de corto plazo

Un cambio no anticipado en la tasa de política se transmite inmediatamente a otras tasas de corto plazo del mercado monetario. Por de pronto, las tasas interbancarias se ajustan *pari passu*, afectando desde ahí las tasas nominales de captación y colocación a plazos entre 30 y 90 días y, con un poco menos de intensidad, las tasas nominales y reales de los títulos, depósitos y colocaciones hasta un año plazo, donde se destacan los papeles del Banco Central, como los PRBC a 90 días y los PDBC de 360 y 90 días. Sin embargo, estas tasas no siempre varían en la magnitud exacta en que lo hace la tasa de política, y, transitoriamente, también puede haber ajustes en los *spreads* o márgenes entre tasas activas (colocación) y pasivas (depósitos).

- Tasas de interés de largo plazo

Aunque una alteración en la tasa de política inequívocamente provoca cambios, en el mismo sentido, sobre otras tasas de corto plazo (a pesar de que algunas se ajustan lentamente), el impacto sobre las tasas de interés a plazos más largos puede ser en cualquier dirección. Esto se debe a que dichas tasas de largo plazo se ven afectadas por un promedio de tasas de corto plazo tanto actuales como futuras, de tal forma que el resultado depende de la dirección y de la magnitud del impacto que tiene el cambio en la tasa de política sobre las expectativas acerca del comportamiento futuro de las tasas de

interés. Por ejemplo, un aumento en la tasa de política podría generar la expectativa de una reducción futura de las tasas de interés, en cuyo caso las tasas largas podrían hasta *caer* en respuesta a un aumento en dicha tasa de política. Sin embargo, en situaciones normales tiende a predominar el efecto al alza, aunque claramente de menor cuantía que el incremento en la tasa de política.

- *El tipo de cambio*

Las variaciones en las tasas de interés inducidas por la política monetaria también pueden afectar al tipo de cambio. Esta variable es el precio relativo de la moneda extranjera (normalmente el dólar) en términos de pesos chilenos y, en esa dimensión, depende de las condiciones monetarias tanto en Chile como en el extranjero. No obstante, el impacto preciso que tiene una modificación en la tasa de política sobre el tipo de cambio es incierto, debido a que dicho impacto dependerá de las expectativas existentes sobre las tasas de interés y la inflación interna y externa. Estas expectativas, a su vez, se pueden ver influidas por los cambios en las políticas. Sin embargo, si todo lo demás permanece igual, un aumento inesperado en la tasa de política normalmente conduce a una apreciación inmediata del peso (y posiblemente de la UF) frente al dólar. La apreciación se debe al hecho de que el aumento de las tasas de interés internas con relación a las externas aplicadas a activos equivalentes en moneda extranjera, ocasiona que los activos en pesos (y en UF) resulten más atractivos a los inversionistas locales y extranjeros. El tipo de cambio se mueve entonces hacia un nivel en el cual los inversionistas esperan una

depreciación futura del peso (y de la UF) que reduce el atractivo de los títulos en esta moneda. Considerando el grado de sustitución entre los títulos en dólares y aquellos en pesos o UF, esos inversionistas quedarían indiferentes a tener activos en cualquiera de las dos monedas. En esas condiciones, el diferencial de interés correspondiente para instrumentos de cualquier plazo es aproximadamente igual a la suma de la tasa de variación esperada en el tipo de cambio en ese plazo, el premio por riesgo cambiario y el premio por el riesgo de los instrumentos en pesos (o UF).

Es útil recalcar que los efectos de la política monetaria sobre el tipo de cambio pueden ser más limitados cuando existe una banda cambiaria y regulaciones a la cuenta de capitales. En la medida en que el encaje a los influjos de capitales se redujo a cero en 1998 y que durante 1999 se eliminó la banda para el tipo de cambio, y en general se flexibilizó el régimen cambiario, este canal de transmisión ha entrado a operar en forma prácticamente plena en Chile.

- *Precios de los activos*

Los cambios en la tasa de política afectan, además, los precios en el mercado de valores tales como bonos y acciones. El precio de los bonos es inversamente proporcional a la tasa de interés a largo plazo, por lo cual un aumento en dichas tasas ocasiona una disminución en el precio de los bonos. Si todo lo demás permanece igual (especialmente las expectativas), un aumento en las tasas de interés también hace bajar los precios de otros valores como las acciones y las propiedades. Esto se debe a que los

retornos esperados a futuro se descuentan a una tasa mayor, de tal manera que el valor presente de cualquier fuente de ingresos futura sufre una caída.

Es necesario destacar, sin embargo, que varias otras cosas pueden no permanecer iguales; por ejemplo, los cambios en políticas pueden tener efectos indirectos sobre las expectativas, acerca de lo cual se comentará posteriormente.

- Liquidez, cantidad de dinero y crédito bancario

Aunque la demanda por dinero puede ser inestable, lo cierto es que un cambio en la tasa de interés de política afectará la cantidad disponible de activos monetarios líquidos (aquellos que no pagan intereses o pagan intereses muy bajos), como el circulante y el M1A (que agrega al anterior básicamente los depósitos a la vista). Por ejemplo, un aumento en la tasa de política tenderá a asociarse a una restricción monetaria, puesto que su efecto al alza sobre las tasas de interés de mercado implicará que el costo para el público de mantener esos activos líquidos suba y entonces disminuya su cantidad demandada. Esto hace que los bancos requieran menos liquidez para sus operaciones, a la tasa de interés interbancaria más alta, por lo que el Banco Central necesita proveer menos liquidez para sostener la nueva tasa.

La menor demanda por activos monetarios líquidos tiene como contraparte una reducción en los depósitos a la vista en los bancos, lo cual

si no se compensa con un aumento en otras formas de depósito, disminuye las fuentes de fondos de los bancos y su base para dar crédito. De igual modo, aunque otras formas de depósito que paguen intereses se incrementen exactamente como para compensar la disminución en depósitos a la vista, al banco le saldrá más caro ahora la obtención de fondos, por lo que tenderá a cobrar más por sus créditos. Pero no sólo se afecta el costo del crédito (cuyas consecuencias sobre la demanda del mismo se discuten en detalle más adelante), sino que también se impacta la oferta de crédito. En efecto, el aumento en las tasas de interés cobradas por los créditos hace que un banco comercial sea más cauteloso en su evaluación de riesgo de los préstamos a sus clientes y, consecuentemente, puede restringir parcialmente el acceso al crédito a algunos de esos clientes. Además, como se verá posteriormente, una política monetaria más restrictiva anticipa una desaceleración del gasto global, lo cual impactará en la capacidad de repago de algunos clientes de los bancos, lo que también lleva a las instituciones financieras a ser cautelosas.

- Expectativas

Los cambios en la tasa de política pueden influir sobre las expectativas acerca del rumbo futuro de la actividad real, al afectar las decisiones de inversión y de consumo en forma directa y, con ello, eventualmente, a la misma inflación. Esto ocurre aun antes de que medien los efectos indirectos sobre estas variables que operan luego del impacto

de las modificaciones de la política monetaria en los mercados financieros y cambiarios. No es trivial predecir la dirección en la cual operan dichos efectos. Por ejemplo, un aumento en la tasa de política monetaria se puede interpretar como un indicador de que el Banco Central cree probable que la economía esté creciendo más rápido de lo que se esperaba, alentando así las expectativas de crecimiento futuro. Lo más habitual es que un aumento en esa tasa sea interpretado como una señal de que el Banco Central siente la necesidad de moderar transitoriamente el crecimiento de la demanda interna para así alcanzar las metas de inflación, lo cual afecta las perspectivas de crecimiento en las ventas de las empresas y sus planes de inversión y de empleo, pero a la vez modera con mayor rapidez las expectativas de inflación, lo cual contribuye a un “aterrizaje suave”³. En cambio, si el aumento de tasas se juzga tardío o insuficiente, se puede inferir un ajuste de tasas mayor en el futuro, con un efecto negativo magnificado en la actividad económica. El daño general a

las expectativas puede, en el corto plazo, ser contraproducente respecto de la contención de la inflación.

La posibilidad de que se den estas consecuencias contribuye a la incertidumbre en cuanto al impacto de cualquier modificación de la tasa de política y aumenta la importancia de contar con un régimen de política monetaria que sea creíble y transparente.

En síntesis, aunque el Banco Central sólo actúa directamente sobre una tasa de interés específica de corto plazo, los cambios en la tasa de política afectan las tasas de interés del mercado, el tipo de cambio y, en menor medida, los precios de los activos. La respuesta de estas variables no es siempre la misma, sino que varía considerablemente de tiempo en tiempo: ni el entorno externo, ni el régimen de política, ni los sentimientos del mercado pueden en la realidad suponerse constantes. Sin embargo, los cambios en la política monetaria afectan generalmente a los mercados financieros en la forma descrita en las secciones anteriores.

³ En efecto, la reducción de la tasa esperada de inflación disminuye el costo alternativo de mantener dinero en su forma más líquida, con lo cual aumenta la cantidad demandada de liquidez, motivándose así una caída del gasto global (o de su crecimiento) y, consecuentemente, una menor presión inflacionaria. Ello facilita la labor de la política monetaria.

ASPECTOS OPERACIONALES DE LA POLÍTICA MONETARIA EN CHILE

El Banco Central implementa su política monetaria mediante la definición de un nivel objetivo para la tasa de interés interbancaria, valor conocido como la tasa de política monetaria (TPM). Para lograr que la tasa interbancaria se sitúe en este nivel deseado, el Banco Central debe regular la liquidez⁴ (o reservas) del sistema financiero a través del uso de varios instrumentos: operaciones de mercado abierto, compra-venta de pagarés de corto plazo, y líneas de créditos y depósitos de liquidez (facilidades ampliadas). Dentro de las herramientas, también se encuentra el encaje bancario sobre los depósitos, aunque en la práctica el Banco Central no la utiliza como instrumento activo de política monetaria.

Las operaciones de mercado abierto se realizan fundamentalmente a través de las licitaciones periódicas de pagarés emitidos por el Banco Central: Pagarés Reajustables a 90 días (PRBC 90), Pagarés Descantables a 42, 90 y 360 días (PDBC 42, PDBC90 y PDBC360) y Pagarés Reajustables con Cupones a 8, 10, 12, 14 y 20 años (PRC8, PRC10, PRC12, PRC14 y PRC20). En estas licitaciones o subastas pueden participar los bancos e instituciones financieras, administradoras de fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos mutuos.

Las licitaciones de pagarés se efectúan bajo la modalidad de precio único por licitación, es decir, la tasa de corte se hace extensiva a todos los participantes en la subasta que fueron adjudicados, modalidad conocida bajo el nombre de “tipo holandés”. Lo anterior incentiva la competencia entre los participantes en las licitaciones y tiende a reflejar más adecuadamente las condiciones vigentes en el mercado.

En el caso que se produzcan desviaciones en la tasa interbancaria (promedio) con relación a la tasa de política debido, por ejemplo, a un menor nivel de liquidez al demandado, se procede a inyectar liquidez para hacer disminuir la tasa interbancaria y hacerla converger a la TPM. La inyección de liquidez se hace, generalmente, mediante compras de pagarés con pacto de retroventa (REPO) a un día plazo (overnight). En la situación inversa, cuando se genera un exceso de liquidez y la tasa interbancaria tiende a ubicarse por debajo de la tasa objetivo, se retira el exceso transitorio mediante la venta de pagarés de corto plazo. Estas últimas operaciones se implementan con documentos desmaterializados (es decir, los documentos no se emiten físicamente).

Otras herramientas a disposición del Banco Central son la línea de crédito de liquidez y la cuenta de depósito de liquidez. A través de la primera, el Banco Central otorga a las instituciones financieras préstamos a un día, sin colateral, en montos limitados y por tramos de tasas de interés. Actualmente, la tasa del primero de los tres tramos la línea de crédito de liquidez está fijada al mismo nivel de la TPM, la del segundo tramo en 200 puntos base por sobre la TPM, mientras que el tercero en 400 puntos base por sobre ésta. Asimismo, el depósito de liquidez permite a las instituciones financieras depositar, por un día, excedentes transitorios de liquidez en el Banco Central y obtener un retorno mínimo. En la actualidad, esta tasa está fijada en 100 puntos base por debajo de la TPM y en la práctica constituye un piso para la tasa de interés interbancaria.

Con el fin de regular adecuadamente la liquidez del sistema financiero, el Banco Central elabora un programa de caja que cubre el período de medición de la exigencia de encaje, esto es, desde el día nueve de cada mes hasta el día ocho del mes siguiente. Cabe señalar que, con el objeto de incentivar una menor volatilidad en el nivel de cumplimiento del encaje de los bancos y, por tanto, en la tasa de interés interbancaria, existe también una exigencia intermedia de encaje al día 23 de cada mes, fecha en la cual los bancos deben haber cumplido con al menos 90% del encaje exigido.

Para elaborar el programa de caja, se proyectan tanto la oferta como la demanda de reservas bancarias, esto es, billetes y monedas en poder de los bancos y saldos en las cuentas corrientes de los bancos en el Banco Central. La demanda es una de tipo derivada que depende básicamente de las tasas de encaje y de la evolución prevista tanto de los depósitos a la vista y a plazo como del comportamiento del circulante en poder del público. La oferta de reservas bancarias depende del comportamiento del circulante en poder del público y de las principales fuentes de emisión, entre las cuales destacan los vencimientos de pagarés licitados en períodos anteriores, y de otras fuentes de expansión monetaria que tienen un carácter más autónomo y que es necesario proyectar. Dentro de estas operaciones se incluyen eventuales compras o ventas de dólares en el sistema financiero por parte del Banco Central y las operaciones financieras del Fisco que tienen efecto monetario.

Una vez determinadas la oferta y la demanda por reservas bancarias, se establecen los montos de pagarés a ser licitados por el Banco Central. El calendario de licitaciones se entrega al público el día previo al inicio de un nuevo período de encaje.

A la proyección de la liquidez se le hace un seguimiento diario para efectuar, cuando sea necesario, las operaciones de ajuste más fino de las reservas bancarias, mediante las ya señaladas transacciones REPO o ventas extraordinarias de pagarés de corto plazo.

⁴ Convencionalmente, se entiende por liquidez del mercado financiero el nivel de encaje mantenido por parte de los bancos e instituciones financieras por sobre el monto de encaje mínimo exigido. El encaje o reserva exigido se debe constituir ya sea en billetes y monedas en caja o depositados en cuenta corriente en el Banco Central, por el equivalente al 9% de los depósitos vista y al 3,6% de los depósitos a plazo.

Reacción de individuos y empresas frente a los cambios en los mercados financieros y cambiarios: Primera ronda de efectos

La política monetaria afecta a las tasas de interés, el tipo de cambio y los precios de los activos. ¿Cuáles son los efectos de estos cambios sobre las decisiones de gasto de las personas y de las empresas? El análisis se concentra a continuación en los efectos inmediatos de un cambio en la política monetaria. Las consecuencias que resulten de cambios subsiguientes en el ingreso agregado, empleo e inflación serán abordados posteriormente. Debido a que los efectos que tienen los cambios de política en las expectativas y en la confianza son algo ambiguos, se procederá sobre la base de un nivel dado de expectativas acerca del rumbo futuro de la actividad real y la inflación. Además, se supone una postura inalterada en política fiscal por parte del gobierno como respuesta al cambio en la política monetaria.

No se debe perder de vista que los efectos descritos, tanto en esta ronda como en la segunda, son la respuesta a una acción del Banco Central que busca mantener a la economía alejada de desequilibrios serios entre oferta y demanda agregada que pongan en riesgo la consecución de las metas de inflación. El Banco Central no persigue afectar el empleo o la actividad económica *per se*, sino que busca que la economía se mantenga en una trayectoria de estabilidad de precios que facilite el crecimiento y el progreso a través del tiempo.

- Los individuos

Un cambio en política monetaria influye de diferentes formas en los individuos. Primero, se ven enfrentados a nuevas tasas de interés para sus deudas (por ejemplo, de tarjetas de crédito) y préstamos potenciales (de consumo, casas comerciales, hipotecarios), así como para sus ahorros. De esta manera se alteran los ingresos disponibles de las personas y sus incentivos para ahorrar o endeudarse. Segundo, la eventual mayor dificultad de acceso al crédito de algunos individuos que se hacen sujetos de crédito más riesgosos para los bancos ante tasas de interés más altas, afecta también su capacidad de gasto. Tercero, el valor de la riqueza de las personas también se modifica en respuesta a los cambios en los precios de los activos. Cuarto, cualquier ajuste en el tipo de cambio hace variar los precios relativos en moneda local de muchos bienes, servicios y activos y pasivos en moneda extranjera. De estas cuatro consecuencias, la que una cantidad apreciable de individuos siente más directamente y con más intensidad es aquella que opera a través de la tasa de interés aplicada a las deudas y préstamos. Cuando las tasas suben en forma importante y se vislumbra una contracción de la actividad económica, la segunda consecuencia también es relevante.

En Chile, las colocaciones de consumo de los bancos constituyen cerca de 9% de las colocaciones totales, superando el 6% del PIB. Estos créditos se otorgan a un plazo medio de alrededor de 20 meses, por lo que el monto que se renueva anualmente corresponde a aproximadamente 3,6% del producto interno. Así alrededor de 1.300.000 personas al año acceden a estos créditos,

en torno a 24% de la fuerza de trabajo ocupada. Bajo el supuesto de que el PIB crece en promedio alrededor de 6% y que el monto promedio de los créditos como proporción del producto es constante, alrededor de 80.000 personas adicionales acceden a este tipo de créditos cada año. A su vez, los créditos hipotecarios, que se otorgan a tasa fija, son el principal medio de adquisición de viviendas. Representan el 12% del PIB y se otorgan a un plazo promedio de alrededor de 13 años. Si a esto se adiciona el crecimiento del PIB, se puede decir que aproximadamente 1% del producto es el flujo anual de créditos de vivienda a afectarse por cambios en las tasas de interés. En cualquier caso, un aumento de las tasas de interés de mercado que sigue a un incremento en la tasa de política encarecerá el crédito de los individuos, desanimará su obtención y reducirá por esta razón el gasto que éstos realizan en bienes y servicios.

Aunque algunas personas que tienen ahorros netos pudieran incrementar su gasto luego de un aumento en las tasas de interés, la evidencia parece indicar que el impacto sobre los individuos como un todo (que es lo que debe interesar desde una perspectiva macroeconómica), lleva a una reducción del consumo total, a pesar de que la cuantía de esta reducción puede no ser muy elevada en la primera ronda de efectos⁵.

Los efectos en la riqueza probablemente funcionarán en la misma dirección. Sin embargo, en el caso chileno

se daría con más nitidez como resultado de cambios en el precio de la vivienda, provocados por alteraciones en las tasas de interés, que por cambios en los precios de acciones y valores, dada la baja penetración de estos últimos mercados. En el caso de la vivienda, tasas de interés más altas normalmente elevan sus costos de financiamiento y, por lo tanto, reducen la demanda. Una baja en la demanda traerá consigo una reducción en la tasa de incremento de los precios de la vivienda y hasta caídas en dichos precios. Como la vivienda es un componente principal de la riqueza personal (bruta), cualquier cambio en su valor patrimonial puede afectar las compras de los consumidores en la misma dirección en que lo hacen los cambios en la riqueza financiera, aunque no necesariamente en la misma cantidad. Parte de este resultado se deriva del hecho que los individuos pueden sentirse más pobres cuando disminuye el valor comercial de su vivienda. Otra parte proviene de que la vivienda es utilizada como garantía en los préstamos, de tal manera que un menor valor neto de este activo se convierte en un obstáculo para obtener un préstamo.

El nivel de compras del consumidor también se ve influido por los efectos que produce un cambio en la tasa de política sobre las expectativas de los consumidores acerca de las perspectivas de empleo y ahorro futuros. Estos efectos varían según las circunstancias del momento, pero cuando se espera que un cambio de política estimule la actividad económica, es probable que se produzca un aumento en las expectativas de empleo futuro y crecimiento del ingreso, todo lo cual conduce a un mayor nivel de compras. Una situación inversa podría presentarse

⁵ Sólo después, en una segunda ronda de efectos y cuando ya se ha afectado la actividad económica, el gasto de los individuos reacciona con más fuerza como resultado de la caída de ingresos corrientes (por mayor desempleo, disminución de los salarios reales o menores ventas).

después de un cambio de política dirigido a frenar el crecimiento del gasto agregado.

La eventual apreciación cambiaria que se generaría a partir de un aumento en la tasa de política también puede tener efectos sobre el gasto de los individuos, aunque ciertamente más en su composición (desde bienes nacionales hacia bienes importados, por ejemplo) que en su nivel. Sin embargo, no se pueden descartar efectos riqueza si parte importante de la deuda de las personas estuviera expresada o indizada en dólares (efecto menor en Chile).

En síntesis, un alza en la tasa de política, y en ausencia de otros factores (manteniendo iguales las expectativas), conduce a una disminución del gasto de los consumidores. La apreciación cambiaria eventual provocaría un desplazamiento del gasto hacia bienes y servicios producidos en el extranjero. El tamaño, y aun la dirección de estos efectos, pueden verse alterados por el impacto de un cambio en la política sobre las expectativas de los individuos. El aumento hipotético de la tasa de política se origina en un diagnóstico de parte del Banco Central que proyecta un aumento del gasto global que no es coherente con el propósito de mantener la inflación dentro del rango meta en el horizonte de uno a dos años.

- Las empresas

Las empresas también se ven influidas por los efectos que tiene una modificación en la tasa de política sobre las tasas de interés de mercado, los precios de los activos y el tipo de cambio. Sin embargo, la magnitud de este impacto

dependerá de la naturaleza del negocio, del tamaño de la empresa y de sus fuentes de financiamiento. Aquí nuevamente el análisis se centra en los efectos directos de un cambio en la política monetaria, manteniendo constantes todos los demás factores, dejándose para más adelante los efectos indirectos sobre la demanda agregada (a pesar de que pueden ser más importantes).

Un aumento en la tasa de interés de política, y su impacto sobre las tasas de mercado, tendrá un efecto directo sobre todas aquellas empresas que usan financiamiento bancario u otro similar para su capital de trabajo e inversiones. El incremento en las tasas reduce las utilidades de estas empresas y aumenta el retorno que exigen sus dueños a la inversión, reduciendo el inicio de proyectos nuevos. Las tasas de interés más altas afectan el costo de los inventarios, los cuales a menudo son financiados por préstamos bancarios. El aumento en el costo financiero también hace menos probable que esas empresas afectadas contraten más personal, aumentando al contrario la probabilidad de que se presente una reducción de éste o de horas de trabajo.

Algunas empresas pueden verse menos perjudicadas por el impacto directo de cambios en las tasas de interés a corto plazo. La causa de esta situación puede ser que tengan muy pocos préstamos a corto plazo y/o activos fijos, o que sus activos y pasivos líquidos de corto plazo sean similares, de tal forma que los cambios en el nivel de tasas cortas poco afectan su flujo de caja. Aun así, sin embargo, cada vez que utilicen el mercado de capitales para financiar inversiones a largo plazo, pueden sufrir las consecuencias del impacto de las

políticas sobre las tasas de interés a largo plazo.

El costo del capital es un factor importante en las inversiones de las empresas. Como ya se señaló, los cambios en la política monetaria solamente tienen un efecto indirecto sobre las tasas de interés de los bonos a largo plazo. Los efectos sobre los costos de financiamiento de bienes de capital también son de carácter indirecto y de difícil predicción. Por consiguiente, no existe una conexión simple entre los cambios en la tasa de política y el costo del capital. Más aún, en el caso de las grandes empresas y las multinacionales con acceso a los mercados internacionales de capitales, sus costos de financiamiento se ven poco alcanzados por los cambios en las tasas de interés internas de corto plazo.

Muchas empresas experimentan una relación muy estrecha entre su liquidez y sus decisiones de inversión. Estas empresas preferirían financiarse primero con fondos internos (utilidades no distribuidas), luego con créditos bancarios y, por último, con emisión de bonos y acciones. De este modo, y debido a imperfecciones en los mercados financieros, la inversión de estas empresas puede ser sensible a la disponibilidad de los distintos tipos de financiamiento, especialmente los más cercanos como los fondos propios y el crédito bancario. En una primera ronda de efectos de un aumento en la tasa de política monetaria, algunas empresas podrían verse forzadas a disminuir su gasto más allá del efecto del aumento de las tasas de interés si se restringe su acceso a préstamos bancarios por razones de riesgo de crédito. Existe evidencia empírica en Chile que señala que

este efecto es relevante.

Las alteraciones en los precios de los activos también influyen en el comportamiento de las empresas en diferentes formas. Los préstamos otorgados por los bancos a las empresas (especialmente las pequeñas), normalmente están respaldados por activos, así que una caída en los precios de éstos puede obstaculizar la obtención de créditos debido a que se reduce el valor neto de la empresa. Cuando las tasas de interés están bajas y la valorización de los activos es alta, las empresas pueden mostrar una posición más sana en sus balances y conseguir más fácilmente financiamiento para adquirir bienes de capital. A este efecto amplificador que los factores financieros tienen sobre los ciclos se le conoce como el “acelerador financiero”.

Las modificaciones en el tipo de cambio que se pueden derivar de una alteración en la tasa de política también tienen un importante efecto en muchas empresas. Por ejemplo, una empresa chilena tiene varios de sus costos representados en pesos, pero produce bienes que enfrentan competencia, en Chile y en el exterior, de parte de empresas cuyos costos están expresados en otras monedas. Una apreciación (real) del peso empeoraría durante un tiempo la posición competitiva de la empresa radicada en Chile, lo que genera menores márgenes de utilidad o menores ventas, o ambos. Tanto los productores de bienes de exportación como los de bienes que compiten con los importados, ciertamente serían afectados. También alcanzaría a servicios, como el turismo por ejemplo, y algunas actividades que usan intensamente insumos importados.

Un cambio en el valor de la moneda local también afectará a las empresas que producen para el mercado interno bienes que no están directamente vinculados al comercio internacional (no transables, en la jerga técnica), si una porción importante de la deuda de esas empresas es contratada en moneda extranjera y no existe una cobertura de riesgo cambiario adecuada. Esta situación, que recibe el nombre de descalce cambiario, puede impactar la solvencia financiera de esas empresas, reducir su categoría como sujetos de crédito y aumentar el costo de éste (y el acceso al mismo). Ello llevaría también a una contracción probable en el gasto en inversión, y eventualmente en empleo, en estas empresas. Un ejemplo nítido de este efecto se vivió en Chile en el bienio 1998-1999.

El impacto que ejercen los cambios en la política monetaria sobre las expectativas de las empresas en lo relativo al rumbo futuro de la economía tiene también un efecto sobre las decisiones de inversión. Una vez realizadas, las inversiones en capital fijo son muy difíciles o imposibles de revertir, así que las proyecciones de demanda futura y las evaluaciones de riesgo son elementos muy importantes en la decisión de realizar nuevas inversiones. Una caída en el comportamiento futuro de la demanda tenderá a conducir a una reducción en el gasto en proyectos de inversión. Es difícil predecir el efecto que tendría cualquier cambio en la tasa de política sobre las expectativas de las empresas. Sin embargo, existe poca duda de que tales efectos constituyen una influencia potencialmente importante en la inversión empresarial.

Para sintetizar, muchas empresas dependen, al menos parcialmente, del financiamiento bancario en pesos, especialmente de corto plazo, y son afectadas directamente por los cambios en las tasas de interés. Si las tasas son altas, se deteriora la posición financiera de las empresas que dependen de estos créditos a corto plazo (en igualdad de condiciones). A su vez, los cambios en la posición financiera de las empresas pueden traducirse en cambios en sus planes de inversión y de empleo. Dicho en forma más general, la alteración en las tasas de retorno exigidas a la inversión hace que las tasas de interés más altas induzcan un aplazamiento de los gastos de inversión y una reducción de los inventarios. Los cambios de política también alteran las expectativas sobre el rumbo futuro de la economía. Esto afecta los gastos de inversión más allá del efecto directo que sobre estos gastos pueden tener los cambios en las tasas de interés, los precios de los activos y el tipo de cambio. Es importante tener presente que esta reacción a reducir el gasto por parte de las empresas es lo que busca un aumento en la tasa de política, sobre la base de que es un ajuste necesario para restaurar una trayectoria de la inflación dentro del rango meta de mediano plazo y un crecimiento de la actividad económica sustentable en el tiempo.

Segunda ronda de efectos: Cómo los cambios en las decisiones de gasto afectan al PIB y a la inflación

La reacción de empresas y de individuos frente a un aumento en la tasa de política es una reducción en sus niveles

de gasto (inversión, inventarios y consumo)^{6,7} El cambio resultante en el gasto agregado tendrá consecuencias adicionales sobre otros agentes, aun en el caso de que éstos no hayan sido alcanzados por los efectos financieros directos del cambio en la política monetaria. En otras palabras, una empresa que no fue directamente tocada por los cambios en las tasas de interés, los precios de los activos o el tipo de cambio, inducidos por una modificación en la tasa de política, puede verse afectada por los cambios en los gastos del consumidor o en la demanda de insumos de terceras empresas. Por ejemplo, una empresa que produce cemento se resiente ante una disminución en la demanda por casas. Es más, el hecho que estos efectos indirectos, de segunda ronda, puedan ser anticipados significa que se puede producir un impacto en las expectativas. Por lo tanto, es probable que cualquier cambio inducido en el gasto agregado altere las condiciones bajo las cuales opera el sector privado que produce para el mercado interno, lo que a su vez afecta a los proveedores de esas empresas. Por la propia naturaleza de los ciclos de actividad económica, durante las etapas altas del ciclo, muchos sectores de la economía se expanden en forma conjunta,

y existe un aumento generalizado en la confianza y en las expectativas de crecimiento, lo cual se traduce en un aumento en el gasto *per se*. En las fases bajas del ciclo, son muchos los que sufren una desaceleración similar y, por tanto, se reducen las expectativas de crecimiento, reforzándose una actitud cautelosa hacia el gasto. Esto significa que los individuos y las empresas que son más directamente alcanzados por los cambios en la tasa de política (primera ronda), no serán necesariamente los más afectados por el efecto completo del cambio en la política monetaria (primera y segunda ronda juntas).

Finalmente, la relación que existe en muchas empresas entre disponibilidad de liquidez e inversión hace que, en una segunda ronda de efectos, si las utilidades de esas empresas se resienten como consecuencia de la disminución de demanda que sigue a una política monetaria más restrictiva, entonces su gasto en inversión puede resentirse en forma adicional a los efectos anteriores. Esto es una consecuencia de la menor disponibilidad de fondos líquidos para invertir que no puede ser completamente compensada con nuevos créditos bancarios o emisiones de títulos. Una vez más, este resultado debe evaluarse sobre la base de que originalmente (antes del aumento en la tasa de política) el gasto de las empresas crecía más allá de lo prudente.

- Los rezagos con que opera la política monetaria

Los efectos de un cambio en la tasa de política se demoran algún tiempo en manifestarse plenamente en la economía. Una modificación en la política monetaria

⁶ El gasto interno total o agregado en la economía es por definición igual a la suma del gasto de consumo privado, el gasto de consumo estatal y los gastos de inversión, los cuales incluyen corrientemente la inversión en inventarios. El gasto doméstico total sumado a la balanza comercial de bienes y servicios (exportaciones netas) refleja la demanda agregada en la economía y es equivalente al producto interno bruto (PIB) a precios de mercado.

⁷ Vale la pena recordar, una vez más, que el aumento en la tasa de política que origina estas reacciones en individuos y empresas se fundamenta en un diagnóstico del Banco Central, en el sentido de que el gasto en la economía está creciendo más allá de lo prudente, o más allá de lo que los recursos permiten. A la autoridad monetaria le anima el propósito de mantener a la economía en una senda de estabilidad de precios que facilite el crecimiento económico y el progreso en el mediano y largo plazo.

afecta rápidamente las tasas de interés de muy corto plazo, el tipo de cambio y los precios de los activos financieros, pero el impacto sobre algunas tasas de plazo más largo puede resultar mucho más lento. En ciertos casos, pueden pasar semanas antes que una tasa de política más alta tenga algún efecto sobre los pagos efectuados por nuevas emisiones de bonos o letras hipotecarias (o recibidos por titulares de depósitos de ahorro). Puede transcurrir incluso más tiempo antes de que esos cambios en pagos financieros generen alteraciones en el gasto en consumo de tales personas. Los cambios en los niveles de gasto en consumo de los individuos que no hayan sido plenamente anticipados por las empresas, afectan los inventarios de los minoristas y esto, a su vez, conduce a cambios en los pedidos a los distribuidores. Estos pedidos, a su vez, afectarán los inventarios de los productores y, una vez que los inventarios crezcan o disminuyan anormalmente, se producirán cambios en la producción. Las variaciones en la producción, a su turno, generarán modificaciones en el nivel de empleo y en las utilidades. Acto seguido, la alteración en el empleo y en las utilidades ocasionará más cambios en los niveles de compra de los consumidores. Todo esto requiere tiempo.

La evidencia empírica señala que, en promedio, es necesario de 3 a 5 trimestres para que, en Chile, la respuesta a un cambio en la política monetaria logre su mayor parte del efecto sobre la demanda y la producción, y que se necesita de 4 a 6 trimestres más para que estos cambios en la actividad tengan un impacto máximo sobre la tasa de inflación. Sin embargo, existe mucha variación e incertidumbre alrededor de estos rezagos promedio. El

efecto preciso dependerá específicamente de muchos otros factores, tales como la percepción, respecto del futuro inmediato, de las empresas y de los consumidores y de cómo estos responden al cambio de política, a la etapa del ciclo de actividad económica, al régimen cambiario, a los eventos en la economía mundial y a las expectativas de inflación futura. Así, el efecto se sentirá con mayor o menor rapidez dependiendo de cuán ancladas estén las expectativas de inflación en el mediano plazo. Estos factores se encuentran más allá del control directo de las autoridades monetarias, pero son lo suficientemente importantes como para hacer que el ajuste de las principales variables macroeconómicas ante los cambios de la política monetaria no sólo opere con rezago, sino que además sea variable e incierto.

- Existencia de efectos no lineales y asimetrías

Usualmente se supone que los efectos de los cambios de política son lineales, vale decir, proporcionales a la magnitud del cambio en la tasa de política. Sin embargo, en la práctica, tales efectos sí dependen del tamaño del cambio de política. Así, una política monetaria fuertemente contractiva puede tener efectos proporcionalmente mayores a los efectos que tiene una política que lo sea sólo en forma moderada. Esto ocurre, por ejemplo, porque tasas de interés anormalmente altas, mantenidas durante un período de tiempo largo, pueden debilitar el sistema de pagos interno y, ante una pérdida de confianza y de capital, el sistema financiero puede entrar en un proceso de racionamiento del crédito o de

exceso de cautela para otorgar préstamos. Adicionalmente, un movimiento muy pronunciado del tipo de cambio puede debilitar y hasta quebrar el sistema financiero, generando una profunda recesión. Es decir, el efecto es más que proporcional que cuando la variación del tipo de cambio es pequeña.

La respuesta de la economía también puede darse en una proporción distinta entre aumentos y disminuciones de la tasa de política. Un aumento de la tasa de interés puede generar una reducción en el producto proporcionalmente menor que el aumento del producto causado por una reducción igual de la tasa y viceversa. Es decir, los efectos de cambios en la política monetaria sobre la economía no son necesariamente simétricos.

- El PIB y la inflación

A la larga, el PIB crece como resultado de factores de oferta, tales como el avance técnico, la acumulación de capital, y el tamaño y calidad de la fuerza de trabajo. Es posible que algunas políticas públicas sean capaces de afectar a estos factores relacionados con la oferta, pero, en general, la política monetaria no lo puede lograr en forma directa, al menos en grado suficiente como para elevar el crecimiento de tendencia en la economía. Existe un nivel de producto agregado al cual las empresas operan a su capacidad normal y no están bajo la presión de cambiar sus niveles de producción o los precios de sus productos con mayor rapidez que la de la tasa de inflación esperada. Este nivel de producto se conoce con el nombre de nivel *potencial* o *normal* del PIB. Cuando el PIB efectivo se

encuentra en su potencial, los niveles de producción son tales que no ejercen presiones inflacionarias (o deflacionarias) en los mercados de bienes. Por otra parte, los niveles de empleo son tales que no causan tampoco presión en el crecimiento de los salarios. Existe un equilibrio entre la demanda y la oferta del producto interno.

La diferencia entre el PIB efectivo y el PIB potencial es lo que se conoce como la “brecha del producto”. Cuando existe una brecha positiva, es porque una demanda agregada muy alta ha llevado el producto efectivo por encima de su nivel sostenible y las empresas están trabajando más allá de su capacidad. Un exceso en la demanda se refleja tanto en un déficit de la cuenta corriente en la balanza de pagos como en un aumento de las presiones inflacionarias internas. Para algunas empresas, aumentará el crecimiento de sus costos debido a que están trabajando por encima de su nivel de producción más eficiente. Es posible que sientan la necesidad de aumentar el número de empleados y/o aumentar las horas de trabajo para así sostener el incremento en la producción. Esta demanda adicional de mano de obra y las mejores perspectivas laborales traerán presiones sobre los salarios y la inflación. Posiblemente algunas empresas aprovecharán los períodos de alta demanda para subir sus márgenes de utilidad y para elevar sus precios en proporción superior a los aumentos de los costos unitarios. Cuando existe una brecha negativa del producto, generalmente se presenta la situación contraria. De modo que los auges en la economía que elevan los niveles del producto por encima de su potencial, normalmente preceden una aceleración de la inflación, en tanto que las recesiones que

llevan el nivel del producto por debajo del potencial, están normalmente relacionadas con una reducción en la presión inflacionaria.

No obstante, la brecha del producto no puede ser medida con gran precisión. Por ejemplo, los cambios en los patrones de oferta laboral y estructura industrial implican que el punto en el cual los productores logran su plena capacidad es incierto y sujeto a cambios. Existe amplia heterogeneidad en la economía chilena, por lo que distintos sectores pueden reaccionar de modo diferente frente a, por ejemplo, una expansión de la demanda interna. No hay dos ciclos económicos idénticos, así que algunas industrias se expanden más en un ciclo que en otro. Además, la tasa de crecimiento de la productividad puede cambiar con el tiempo. Esto último es particularmente difícil de medir antes de que pase mucho tiempo después de ocurrido el evento. Por lo tanto, el concepto de brecha del producto, aun en el caso en que se pudiera medir con precisión, no tiene una relación numérica única con la presión inflacionaria. Es más bien útil en indicar que, para controlar la inflación, existe un cierto nivel de actividad agregada al cual están equilibradas la demanda y la oferta agregadas. Este es su nivel potencial.⁸

La mantención del PIB en su nivel potencial es, en ausencia de choques externos, suficiente para mantener la tasa

de inflación en su nivel objetivo, cuando ésta coincide con la tasa esperada por los agentes de la economía. La ausencia de una brecha del producto es coherente con cualquier tasa de inflación constante esperada. Por consiguiente, si fuera posible mantener el producto en su nivel potencial, esto sería teóricamente coherente con una tasa de inflación alta y estable al igual que con una baja y estable. Sin embargo, desde una perspectiva de bienestar social, las dos situaciones no son equivalentes. La sociedad pierde más con una inflación alta, aunque sea alta y esperada, porque representa un uso más intenso de una forma de impuesto que distorsiona seriamente la asignación de recursos. Dado que el nivel al cual la inflación finalmente se estabiliza está determinado por las acciones de política monetaria del Banco Central y por la credibilidad de la meta fijada, una inflación baja y estable requiere de una acción clara y decidida de esta institución para lograr ese objetivo. A corto plazo, cuando el producto está en su nivel potencial, de todos modos pueden haber obstáculos, como aquellos que plantea la indización de los salarios, la que agrega cierta inercia a la tasa de inflación.

- Expectativas de inflación y salarios reales

Las expectativas de inflación revisten importancia porque afectan la fijación de precios y salarios y, por lo tanto, alimentan la inflación en períodos siguientes.

Los aumentos salariales que excedan la tasa de crecimiento de la productividad laboral reflejan el efecto combinado de una tasa de inflación esperada positiva y de un componente (positivo o negativo) que

⁸ Las dificultades de medición del PIB potencial han llevado a que, para efecto de las proyecciones de inflación sobre la base de estimaciones econométricas, el Banco Central use como proxy un concepto de PIB de *tendencia*, calculado a partir de la tendencia estadística de la serie del PIB que arroja el filtro de Hodrick-Prescott. Los conceptos de PIB potencial y PIB de tendencia no son necesariamente equivalentes, pero sus trayectorias son coincidentes en una perspectiva de largo plazo.

resulta de la presión de la demanda en los mercados laborales. Los incrementos salariales que no excedan el crecimiento de la productividad no generan aumentos en los costos unitarios de producción y, por lo tanto, es poco probable que sean transferidos a los precios de los productos cobrados por las empresas. Sin embargo, los aumentos salariales que reflejan expectativas de inflación o presiones de la demanda, sí elevan los costos laborales unitarios y es posible que las empresas traten de transferirlos a sus precios. De modo que, aunque no haya un exceso en la demanda laboral, existirá una tendencia al aumento de los costos unitarios según la tasa esperada de inflación, sencillamente porque los trabajadores y las empresas negocian salarios reales. Este aumento en los costos unitarios –en mayor o menor grado– puede ser transferido a los precios de los bienes. Es por este motivo que, cuando el PIB se encuentra en su nivel potencial y no hay un exceso significativo en la demanda u oferta laboral, la tasa de inflación efectiva coincide con la esperada. Ésta sólo se igualará a la meta de inflación una vez que la meta sea creíble.

- Inflación importada

Hasta el momento, se ha descrito cómo los cambios en la tasa de política conducen a modificaciones en la demanda interna y cómo la brecha entre la demanda interna y el producto potencial define el nivel de presión inflacionaria. Al hacerlo, se consideró también el impacto del tipo de cambio sobre las exportaciones netas a través de los efectos producidos por el tipo de cambio en la posición competitiva de las empresas nacionales en comparación con empresas extranjeras y sobre la

demanda de bienes y servicios producidos localmente.

Existe también un efecto más directo de las variaciones en el tipo de cambio sobre la inflación interna. Esta situación se presenta, porque esas variaciones en el tipo de cambio afectan el precio interno de bienes importados, los cuales constituyen factores determinantes en los costos de muchas empresas y de los precios al por menor de muchos bienes y servicios. Una depreciación del peso genera un aumento del precio interno de bienes importados, mientras que una apreciación puede disminuirlos.

Sin embargo, pueden pasar algunos meses antes de que los efectos lleguen plenamente a los precios finales. En efecto, el primer impacto de una depreciación será sobre los precios mayoristas de los bienes importados, expresados en pesos. Cómo, cuándo y cuánto de estos aumentos son traspasados a los consumidores finales de esos bienes dependerá de la política de precios de los intermediarios minoristas, del grado de competencia que exista en las distintas etapas de la cadena de distribución, incluyendo el de las ventas al detalle, y de la fortaleza de la demanda interna. Si las variaciones en el tipo de cambio son eminentemente transitorias, entonces una política de precios de los intermediarios puede ser no traspasar esas variaciones a los precios en pesos de los productos importados (para no alterar innecesariamente la conducta de los clientes) y cubrir los cambios en el valor de sus ingresos con mecanismos financieros apropiados. La misma política puede señalar que una depreciación del peso sólo se traducirá en un aumento en el precio en pesos del bien importado una vez

que se llegue a la conclusión de que esa depreciación es duradera. El grado de competencia en la actividad de intermediación también incidirá, puesto que, mientras mayor sea esa competencia, más arriesgado resulta para un intermediario particular traspasar rápidamente una depreciación al precio en pesos del producto importado. En efecto, ese intermediario puede perder participación de mercado si los demás competidores no suben sus precios en pesos y absorben por un mayor tiempo la depreciación con cargo a sus utilidades. Por último, la fortaleza de la demanda interna por el producto importado también es relevante, por cuanto es ésta la que alimenta el margen del importador y de los restantes participantes en la cadena de distribución. Una economía en rápida expansión presentará una fuerte demanda por productos importados en general, por lo que una depreciación en ese contexto puede ser más rápidamente traspasada al precio final en pesos sin que los intermediarios arriesguen mayormente pérdidas sustanciales de montos vendidos. En cambio, en una situación de demanda global deprimida, los intermediarios encontrarán dificultades en traspasar la depreciación a los consumidores sin enfrentar una severa caída en la cantidad demandada. En este caso, los intermediarios verán afectados claramente sus márgenes de comercialización y su actividad en general, lo cual es coherente con la situación global de la economía.

El coeficiente de traspaso de una depreciación a la inflación interna puede ser estimado empíricamente, pero varía con el tiempo, con el ciclo económico y con los desarrollos de los mercados de intermediación internos. La experiencia

chilena indica que este coeficiente se ha reducido en años recientes⁹ y es posible pensar que puede disminuir aún más. Ello resultará de una mayor familiaridad del sector privado nacional con la volatilidad cambiaria asociada a un régimen de flotación del tipo de cambio y al desarrollo paralelo de un mercado de cobertura de riesgo cambiario más profundo y líquido.

Finalmente, la relación entre el tipo de cambio y los precios internos no es de carácter unidireccional. A manera de ejemplo, un aumento en el tipo de cambio producido por una modificación en la política monetaria de EE.UU generará incrementos en los precios internos, en tanto que, aumentos en los precios internos ocasionados, por ejemplo, por un aumento en la demanda interna, influirán en el tipo de cambio. Tanto el tipo de cambio como el nivel interno de precios son ciertamente indicadores relacionados de lo mismo, o sea, del valor del dinero nacional (el peso). El tipo de cambio es el valor del peso comparado con el de otras monedas y el nivel de precios mide el valor interno del peso en términos de una canasta de bienes y servicios.

III. A Modo de Breve Conclusión

Este documento hace ver la importancia fundamental que el Banco Central asigna a la estabilidad de precios, la que es un requisito indispensable para que Chile se desenvuelva en una trayectoria sustentable de crecimiento y progreso. La estabilidad de precios se

⁹ Este fenómeno ha ocurrido en varios países del mundo en forma simultánea durante la última parte de la década de los noventa.

expresa en una inflación baja y estable, en un rango de 2 a 4% anual, centrada en 3%, que se aspira a mantener a través del tiempo en una perspectiva de mediano plazo.

Junto con presentar la manera en que se materializa la política monetaria para conseguir este propósito, el presente documento también detalla los canales por los cuales las modificaciones a la tasa de política se transmiten al resto de la economía hasta afectar la evolución de la inflación. Aunque muchas veces la dirección de los efectos de un cambio en la política monetaria puede preverse sin grandes dificultades, la magnitud de dichos efectos y la manera en que se desencadenan a través del tiempo son ampliamente variables. Sin embargo, la credibilidad del

Banco Central en cuanto a su compromiso con la estabilidad de precios y a la fortaleza técnica de sus diagnósticos y acciones, reducen esa incertidumbre y fortalecen la eficacia de la política monetaria. Un diagnóstico técnicamente apropiado y creíble lleva también a una política monetaria preventiva, que toma en cuenta apropiadamente el tiempo que demora afectar la inflación a partir de un cambio en la tasa de política, y que actúa en forma anticipada a los hechos para evitar desequilibrios y reacciones tardías. En ese contexto, este documento pretende aportar a la transparencia de las acciones del Banco Central para, en combinación con el Informe de Política Monetaria, apoyar el esfuerzo por mantener la estabilidad de precios.