

Reflexiones sobre la Transmisión de la Política Monetaria

Presentación de Carlos Massad, Presidente del Banco Central de Chile, en el Panel de la Tercera Conferencia Anual del Banco Central de Chile, 20 septiembre de 1999.

Quiero comenzar esta exposición revisando lo que ha sido la experiencia de Chile con los mecanismos de transmisión de la política monetaria durante los últimos años. Luego realizaré algunas reflexiones en torno a algunos temas, que por su importancia para la política económica, merecen mayor análisis. Finalizo con una mención a los principales desafíos que enfrentan las políticas del Banco en el futuro próximo.

1. Mecanismos de transmisión en Chile

La teoría económica concluye que existen diversos canales de transmisión de la política monetaria, que funcionan en forma simultánea, y cuya importancia relativa es variable, dependiendo de las características específicas de la economía.

En una economía pequeña y abierta como la chilena, es posible reconocer 5 canales de transmisión de la política monetaria: (i) el canal tradicional directo tasas – gasto/actividad – salarios – inflación; (ii) el canal del crédito, en que los agregados tienen un impacto por sobre el efecto de las tasas; (iii) el canal del tipo de cambio, que afecta directamente a la inflación a través del precio de los bienes transables e indirectamente a través de sus efectos en actividad y precio de los bienes no transables; (iv) el canal de los precios de activos, como los precios de las acciones y de los bienes raíces, que afectan la riqueza de las personas y la demanda agregada; y (v) el canal de las expectativas sobre la futura política monetaria, que afecta todas las variables que se determinan considerando el futuro (*forward-looking*). Entre éstas es fundamental la inflación futura esperada, y por lo tanto, la credibilidad que tenga la autoridad respecto de sus metas específicas y de la política macroeconómica en general.

Hasta 1997 se privilegiaron en Chile los mecanismos de transmisión (i) y (v), tradicional vía tasas y de credibilidad y expectativas. En efecto, la banda cambiaria, así como las regulaciones de la cuenta de capitales, se orientaban a limitar el canal (iii) de tipo de cambio. El control de la inflación se basaba en el control de la demanda agregada. Durante los últimos años el canal del crédito tampoco fue considerado de manera directa, aunque la profunda supervisión y monitoreo que se realiza sobre el estado de la banca puede considerarse como una manera de haber mantenido este canal despejado de problemas.

Por ser Chile una economía donde existe todavía un acceso limitado a los mercados de valores, el canal (iv), de precios de activos, tiene una importancia secundaria. Hacia el futuro, sin embargo, deberemos preocuparnos crecientemente de este canal.

Luego de la crisis internacional de 1997–1998 y sus repercusiones sobre la economía chilena y sobre el marco de políticas aplicadas por el Banco Central, los canales de transmisión de la política monetaria en Chile han tenido algunas modificaciones. Estas se verán con mayor claridad en la medida que se asienten los cambios en la institucionalidad macroeconómica que hemos realizado.

Son tres los cambios más importantes implementados desde mediados de 1998. Primero, se ha abierto aún más la cuenta de capitales a través de la reducción a cero de la tasa de encaje a la entrada de ciertas categorías de capitales. Segundo, ha culminado el proceso de flexibilización del mercado cambiario, suspendiéndose todo compromiso con la anterior banda cambiaria. En adelante, el mercado será el agente encargado de determinar el valor de la divisa. El Banco Central sólo intervendrá en casos excepcionales, situación en la cual se explicarán las razones que se tuvieron a la vista para tomar tal decisión.

Y tercero, se ha anunciado un nuevo sistema de metas de inflación que regirá a partir del año 2001. La nueva meta tendrá un rango de inflación anual de 2 a 4%, pero no estará atada a un período de 1 año calendario (como lo ha estado desde 1991 y hasta el año 2000) sino que tendrá un horizonte temporal de mediano plazo. Este esquema de meta de inflación, nuevo para Chile, es el que utiliza la mayoría de los países cuyo régimen monetario está basado en metas de inflación. Su adopción por nosotros obedece a que el nivel de inflación finalmente ha convergido a un nivel que se considera adecuado y permanente. El sistema de metas punto, de evaluación anual, tuvo grandes méritos al permitirnos disminuir la inflación en forma persistente, gradual, ordenada y sostenible. Sin embargo, en un esquema de régimen ya no es necesario seguir disminuyendo la inflación. Más bien se requiere de un esquema que sea capaz de mantener la disciplina y la credibilidad antiinflacionaria y que, al mismo tiempo, permita la flexibilidad adecuada para limitar a un mínimo los efectos colaterales de la política monetaria sobre la variabilidad en el producto y el empleo.

Ahora bien, con este nuevo esquema de políticas, el mecanismo de transmisión basado en el tipo de cambio deja de ser un canal clausurado. Por el contrario, cambios en la posición de la política monetaria se reflejan de manera directa sobre el tipo de cambio, y así sobre la inflación y la actividad. Debemos pensar ahora que la política monetaria tiene un canal de transmisión adicional. Un problema no menor, sin embargo, es el impacto de una apreciación sobre el gasto agregado. La experiencia indica que las apreciaciones pueden ser fuertemente expansivas, por lo que debemos mantener una gran cuota de cautela con este mecanismo; pero también indica que un país que crece con rapidez, con incrementos de productividad mayores que los de sus principales socios comerciales, tiende a experimentar un grado de apreciación real de su moneda en el mediano plazo. Apreciaciones fuertes en el corto plazo inducidas por ingresos masivos de capitales no son deseables, mientras que aquellas más moderadas, generadas por el crecimiento son necesarias y difícilmente evitables.

Es un hecho, además, que existirá una volatilidad cambiaria de frecuencia algo mayor. La evidencia internacional es clara en este sentido: los sistemas de flotación tienen un tipo de cambio que día a día se mueve más. A horizontes más largos, sin embargo,

sucede lo contrario: la volatilidad cambiaria es menor en sistemas de cambio flexible. Ello ocurre porque son menos comunes los desalineamientos cambiarios bajo estos últimos sistemas. Debemos observar, además, que el hecho de mantener un horizonte de evaluación de la inflación más largo permite acomodar modificaciones transitorias en el tipo de cambio sin reacciones de política monetaria. Aún más, los propios mecanismos de cobertura contra el riesgo cambiario de corto plazo evitarán que los movimientos del precio del dólar se traspasen a inflación con la facilidad que lo hacían en el pasado.

2. Algunas reflexiones sobre los mecanismos de transmisión

Permítame ahora hacer cuatro reflexiones relativas a los mecanismos de transmisión en una economía pequeña, abierta, y en desarrollo. Éstas se refieren a la existencia de no-linealidades, a la existencia de asimetrías, al rol de las expectativas y de la credibilidad, y a los rezagos con que opera la política monetaria.

2.1. Existencia de no linealidades

Usualmente describimos los mecanismos de transmisión de la política monetaria a través de modelos lineales, en los que se mantiene una relación estable entre los instrumentos y los objetivos operacionales. Un ejemplo clásico es la estimación de una ecuación de demanda agregada (una curva IS) y de una ecuación de aceleración de la inflación (una curva de Phillips), ambas completamente lineales. Pero en la práctica existen problemas de no linealidades que complican significativamente el diagnóstico económico y la ejecución de la política monetaria.

Por ejemplo, el canal del crédito hace que una política monetaria fuertemente contractiva tenga efectos proporcionalmente mayores a los efectos de una política moderadamente contractiva o una política expansiva. La razón, muy conocida, es la siguiente: cuando las tasas de interés son anormalmente altas por períodos prolongados, el sistema de pagos doméstico puede resentirse con pérdida de confianza y el sistema financiero puede entrar en un ciclo de exceso de cautela para prestar. Así, es posible que la predicción lineal termine subestimando los efectos contractivos sobre la economía.

Adicionalmente, existen problemas a nivel empírico para estimar la magnitud de los efectos no lineales, porque se registran pocos episodios de esta naturaleza.

Pero no sólo se presentan problemas con efectos no lineales en el caso de la transmisión a través de las tasas de interés. También existen poderosos efectos no lineales en el canal de transmisión del tipo de cambio, el que a su vez puede generar efectos sobre el canal del crédito. De hecho, una depreciación nominal violenta puede debilitar fuertemente, y hasta hacer quebrar, el sistema financiero generando una recesión de proporciones. La experiencia del cono sur a comienzos de los ochenta y la más reciente del este asiático demuestran que si existe suficiente exposición cambiaria una depreciación desordenada puede generar una catástrofe. En ese caso, además, es difícil evitar tasas de interés elevadas.

Así, un banco central se puede ver enfrentado a un dilema complejo si el país sufre un shock adverso de importancia que requiere de una corrección cambiaria significativa. Un banco central debe escoger entre dos caminos con potenciales efectos no lineales, poderosos y relativamente desconocidos. El problema es aún más complejo si se considera que el margen para hacer sintonía fina en momentos de turbulencia es limitado, que los disensos entre los actores relevantes se maximizan y que, además, pueden existir efectos de *hysteresis*, en que luego de que operan los efectos no lineales, es más difícil hacer funcionar normalmente a la economía. Los elevados stocks de deuda y un sistema financiero debilitado dificultan una recuperación vigorosa. Ante este dilema, la experiencia mundial indica que los bancos centrales en países con flexibilidad cambiaria han optado inicialmente por una combinación de acomodo de presiones de devaluación y aumento de sus tasas de interés.

Para el mediano plazo es clave limitar la intensidad de este dilema. Dos tipos de políticas que ayudan a este propósito son una política de incentivos correcta y la promoción de mercados para transar riesgo. Por ejemplo, los bancos centrales deben evitar colocarse sistemáticamente en posiciones en *contra-del-viento* (*leaning against the wind*) en el mercado cambiario. Esto invita a la especulación, reflejada en que los agentes toman posiciones de descalce de monedas. La nueva institucionalidad cambiaria que tenemos en Chile precisamente evita este tipo de situaciones. En el lado de los mercados de seguros también hemos realizado avances sustantivos previos, profundizando el mercado de derivados de monedas.

2.2 Existencia de asimetrías

Un segundo aspecto que complica la operación de los mecanismos de transmisión y la ejecución de la política monetaria es la existencia de asimetrías, vale decir, diferencias cualitativas en las respuestas de la economía o en las respuestas de política ante shock positivos y negativos. Este punto es distinto al de las no linealidades pero está íntimamente relacionado con él.

Un ejemplo de asimetría se presenta a través del mecanismo de los precios de activos. Alzas de precios de activos pueden desembocar en burbujas especulativas que tarde o temprano reventarán. Para los bancos centrales se presenta aquí el dilema de si intervenir o no con una política monetaria restrictiva a fin de prevenir el desarrollo de la eventual burbuja. No obstante, el consenso entre banqueros centrales --refrendado por un estudio reciente de Bernanke y Gertler-- es abstenerse de intervenir en casos de una inflación de precios de activos que no se traduzca en una inflación de precios al consumidor, y hacerlo solamente cuando la inflación de precios de activos alimenta un incremento excesivo en la demanda agregada, poniendo en peligro la estabilidad de los precios al consumidor.

No obstante, algunos bancos centrales (como Reserva Federal de los EE.UU.) han hecho explícito que intervendrían a través de

reducciones rápidas en sus tasas de interés para evitar un colapso de sus economías cuando se produzcan disminuciones violentas de precios de activos (crash de las bolsas de valores). Esto refleja una clara asimetría en la respuesta de política respecto de un mecanismo de transmisión particular. También cabe notar que esta asimetría puede provocar una situación de riesgo moral, incentivando a los agentes a sobre-invertir en acciones --y por tanto a sobre-apreciar los valores en las bolsas-- ante la expectativa de que la política monetaria los rescatará de un crash.

2.3 La importancia de las expectativas y de la credibilidad

El tercer punto sobre el cual quiero llamar la atención es la importancia de las expectativas, la confianza y credibilidad.

La inflación tiene un componente inercial, especialmente en Chile donde existe masiva indización. Pero también la inflación es una variable que considera el futuro (*forward-looking*) por los efectos inflacionarios que tienen los movimientos cambiarios y, más importante aún, una proporción de la formación de precios depende de las condiciones que los agentes prevean hacia el futuro, especialmente la inflación misma.

Así, la credibilidad sobre las políticas futuras afecta directamente las posibilidades de controlar la inflación hoy, pues si se espera una menor inflación mañana, menor también será la inflación de hoy. No sólo importa la política monetaria de hoy, sino que toda su secuencia futura esperada. De ahí la importancia de adoptar una meta de inflación basada en un rango estricto, de estado estacionario, pre-anunciada para el futuro indeterminado. Aún más, se ha establecido que una mayor credibilidad permite llevar la economía a una relación entre variabilidad de la inflación y del empleo más adecuada. Esto es, con mayor credibilidad es menos costoso controlar un shock inflacionario dado. Es entonces de primera importancia ganar, mantener y cuidar la credibilidad.

Pienso que existen dos dimensiones distintas, aunque relacionadas, en el tema de la credibilidad. Por un lado está el problema de expectativas sobre las acciones que realizará la autoridad para llevar a la economía de vuelta a su estado estacionario, dado un conjunto de metas propuesto. En este caso la credibilidad se erosiona si la autoridad es más agresiva, y, sobre todo, si es más débil de lo esperado (una simetría adicional). Tengo el convencimiento que nuestro Banco ha ganado en credibilidad, precisamente en los momentos más difíciles.

Por otro lado está el problema que aparece cuando existen dudas sobre las metas mismas. Si al primer momento de dificultad se cambian las metas, específicamente la meta de inflación, se entra en un círculo perverso en que el control presente y futuro de la inflación se hace más difícil. En este caso la credibilidad en la meta se debilita y las expectativas de inflación futura aumentan. Esto último termina por presionar la inflación presente al alza.

Es por este segundo problema de credibilidad que es importante de que exista un amplio consenso al interior de la sociedad, y entre ésta y el Banco Central, sobre la meta de inflación de mediano plazo. Si se disipa toda duda respecto de que las metas serán mantenidas, se facilita el control de la inflación.

Este compromiso con la meta de inflación no significa seguir una política monetaria más agresiva. Por el contrario, con alta credibilidad, existe espacio para flexibilizar la velocidad a la cual se absorben shocks que desvían la tasa de inflación de la meta de mediano plazo.

2.4 Rezagos y política monetaria

Hace ya cuatro décadas que Friedman nos enseñó que existen rezagos largos y variables en los efectos de la política monetaria. Por ejemplo, las estimaciones muestran que en Chile, en promedio, pasan entre 3 y 12 meses para que un cambio en política afecte el nivel de actividad, y aún más para que afecte a la inflación. Como mencionamos arriba, existen además no linealidades y asimetrías, en el sentido de que la reacción de la economía a una rebaja de tasas de interés es, nuevamente en promedio, más vigorosa que su reacción a un incremento de ellas.

El problema de los rezagos no sólo se presenta respecto de los efectos de la política monetaria, sino que también en cuanto a la disponibilidad en tiempo real de información relevante para las decisiones de política. Conocemos hoy con certeza sólo el desempeño de la actividad económica de algunos meses atrás, contando sólo con estimaciones de actividad para el período presente. Con la inflación el problema es menos grave, pero aún en este caso se presenta un rezago.

¿Qué implicaciones tienen estas restricciones sobre la política monetaria? Me quiero referir en esta oportunidad a dos temas específicos: (i) a la pregunta clásica sobre si la política debe ser más o menos activa si existen estos rezagos, y (ii) al problema que enfrentamos cuando el sector privado subestima los rezagos.

Respecto del nivel adecuado de activismo de la política monetaria recordemos primero la antigua recomendación de Brainard: existe espacio para hacer política, pero ésta debe ser menos activista o más cauta. Trabajos más nuevos tienden a reafirmar esta conclusión.

Por ejemplo, si no se está seguro sobre el rezago efectivo que existe y se sigue una regla de política monetaria que depende de la brecha entre la inflación proyectada y la inflación meta, es más adecuado que la regla sea menos activa, con mayor consideración del futuro (es decir, más "forward looking"). En este caso la regla es más robusta en el sentido de lograr una frontera más eficiente entre variabilidad de inflación y desempleo. Del mismo modo, los estudios muestran que, de escoger un sesgo, es mejor que el

banco central piense que es más difícil controlar la inflación. Por otra parte, la reducción gradual y persistente de la tasa de inflación en un ambiente de larga historia inflacionaria e indización generalizada, requiere ser muy exigente en el cumplimiento de las metas anuales. De aquí la importancia, y las destacadas consecuencias para la conducción de la política monetaria, de haber alcanzado una tasa de inflación cercana a la del estado estacionario.

Algo similar se demuestra a partir de las restricciones de datos en tiempo real. Por ejemplo, se ha logrado establecer que las políticas seguidas por el FED durante las épocas de Burns y de Volcker no son diametralmente diferentes a las que una simple regla de John Taylor (presente en esta conferencia) recomendaría. La clave está en que al momento de tomar decisiones no contaban con una estimación adecuada de la brecha entre el PIB y su potencial. Ejercicios contrafactuales muestran que el desempeño de la economía de EE.UU. habría sido mejor si la regla utilizada hubiese sido más simple y focalizada en el control de la inflación (o el producto nominal). La conclusión de política es que las posibilidades de realizar con éxito una sintonía fina son limitadas.

Respecto de otros problemas que generan los rezagos largos y variables, quiero llamar la atención sobre las consecuencias derivadas de que el sector privado cometa errores en su apreciación y/o estimación. Específicamente estoy pensando lo que puede suceder si los agentes privados sobreestiman la rapidez con que se transmite la política monetaria aunque tienen dudas respecto de su efectividad. En este caso es fácil que se genere una crisis de confianza y credibilidad, llegándose incluso a un ataque especulativo. El problema es que la autoridad no puede ni debe quedarse de manos cruzadas, teniendo que enfrentar esta falta de credibilidad, a veces generando efectos no deseados en otras áreas de la economía.

El ejemplo de lo sucedido a mediados de 1998 en Chile grafica esta situación. Ya habían pasado 5 meses desde que la política monetaria se había endurecido de manera de hacer frente al exceso de gasto y el empeoramiento violento de las condiciones externas. Sin embargo, las estimaciones para el déficit anual de cuenta corriente llegaban al 8% del PIB. La desconfianza derivada generó uno de los ataques especulativos que debimos enfrentar durante 1998. El problema es que el exceso de gasto efectivamente cedió más tarde de lo que muchos esperaban, aunque con costos en actividad que se podrían haber evitado en alguna proporción de haber existido una mayor confianza.

Ciertamente éste no es un problema trivial de abordar pero constituye una distorsión de consecuencias insospechadas. La labor de educación que debe hacer un banco central respecto de describir cómo funciona la economía es clave en este sentido. En la medida en que se discuta de manera transparente y abierta sobre los mecanismos de transmisión se evitarán estos juegos que ciertamente son de suma negativa.

3. Desafíos Pendientes

El Banco Central de Chile ha consolidado su marco de políticas a través de cuatro medidas fundamentales adoptadas durante el último año:

- El fortalecimiento del manejo de riesgos en el sistema financiero.
- La substancial liberalización de la entrada de capitales.
- la adopción de un sistema cambiario flexible.
- la adopción de una meta de inflación expresada en un rango de 2 a 4% para el mediano plazo, acorde con la convergencia de la inflación chilena a niveles estacionarios.

Estas medidas constituyen un fortalecimiento significativo de la política monetaria, implicando, también, cambios en las ponderaciones relativas de los canales de transmisión de la política. Para fortalecer aún más la credibilidad de este marco de políticas, el Banco Central enfrenta tres desafíos complementarios:

1. Contribuir a una mejor comprensión de los mecanismos de transmisión,
2. Incrementar la divulgación pública de información estadística y métodos de análisis y proyección utilizados por el Banco Central, y
3. Incrementar la transparencia de las proyecciones y de las decisiones de política del Banco Central, a través de la publicación de informes de política macroeconómica regulares y de mayor frecuencia.

Referencias

Bernanke, B. y M. Gertler: "Monetary Policy and Asset Price Volatility", manuscrito presentado en la conferencia del Federal Reserve Bank of Kansas sobre "New Challenges for Monetary Policy", Jackson Hole, Wyoming, E.UU., Agosto 26-28, 1999.

Brainard, W. "Uncertainty and the Effectiveness of Policy." American Economic Review 57: 411-25, 1967.

Friedman, M. (1969). "The Optimum Quantity of Money and Other Essays." Chicago: University of Chicago Press.

Ha, Y.: "Uncertainty about the Length of the Monetary Policy Transmission Lag: Implications for Monetary Policy." Mimeo, Reserve Bank of New Zealand, Agosto 1999.

Orphanides, A.: "The Quest for Prosperity Without Inflation." Mimeo, Federal Reserve Board, Agosto 1999.

Taylor, J.: "Discretion and Policy Rules in Practice." Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39: 195-214, 1993.

The Economist, "Bubble Trouble", p. 74, Sep. 4-10, 1999.