

# Efectividad de la Política Monetaria en Chile y Reactivación Económica

EXPOSICIÓN DE CARLOS MASSAD A., PRESIDENTE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE, EN DESAYUNO CONFERENCIA ORGANIZADO POR LA ASOCIACIÓN DE INGENIEROS COMERCIALES DE LA UNIVERSIDAD DE CHILE, EL 9 DE AGOSTO DE 2002.

## Introducción

---

La política monetaria en Chile ha tenido que hacer frente a situaciones de gran complejidad desde 1997, cuando se desató la crisis asiática. Además, debió encarar un complicado panorama externo, como fueron los graves problemas financieros de las economías emergentes en 1998-1999, un fuerte *shock* petrolero en el 2000, y una recesión o una gran desaceleración en las principales economías industrializadas que, durante el año 2001, complicaron el manejo económico.

Por la magnitud de estos *shocks*, la política económica, en general, y la monetaria, en particular, no han estado exentas de debate, involucrando desde los instrumentos y los objetivos de la política, hasta la existencia misma de una transmisión desde la política monetaria hacia sus objetivos, es decir, su efectividad. Esta discusión tiene su origen, en parte, en lo que ha sucedido con la macroeconomía durante los últimos 18 meses, siendo dos los hechos claves de esta controversia.

El primero es que, durante los últimos trimestres, el producto ha crecido sustancialmente menos que lo proyectado por las autoridades y por los analistas privados. El tamaño exacto de las revisiones de proyección ha variado según la fuente, pero el signo es el mismo. Además, como es habitual frente a las sorpresas, las proyecciones de crecimiento se han ajustado sistemáticamente, dando la idea de un proceso interminable.

Los datos históricos son reveladores: en septiembre de 2000, los analistas privados proyectaban un crecimiento de 5,8% para el 2001; en mayo de ese mismo año ya lo habían ajustado a 4,2%. El crecimiento efectivo fue 2,8%. Asimismo, en mayo de 2001 el mercado esperaba un crecimiento de 4,2% para el 2002. Un año más tarde la estimación había caído a 3%. Actualmente (julio), el crecimiento esperado se ubica en 2,7%. Las proyecciones del Banco Central han seguido un curso parecido (cuadro 1).

Las estimaciones anteriores no eran antojadizas, sino que se sustentaban en una recuperación prevista de la demanda externa, un aumento esperado de los términos de intercambio, la disminución de las tasas de interés de largo plazo y la relativa mayor estabilidad financiera de las economías emergentes. Se presentaban, sin embargo, como una corrección a la baja respecto de proyecciones anteriores, en parte, por la constatación de que la demanda interna sería menos dinámica que lo anticipado.

El segundo hecho es que la política monetaria fue más expansiva durante el 2001. Considerando las señales de desaceleración de la demanda interna y el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento de nuestros socios comerciales, el Banco Central rebajó sucesivamente la tasa de interés durante el primer semestre del año 2001. Se recortó la tasa en cinco oportunidades, pasando desde UF + 5% en enero a UF + 3,5% en junio. Esto se sumaba a un recorte de 50 puntos base (pb.) realizado en agosto del año anterior, cuando la demanda interna mostró los primeros síntomas de debilidad (cuadro 2).

El nivel de las tasas de interés se mantuvo inalterado durante el segundo semestre de 2001, aunque en agosto hubo un cambio importante de política al fijarse la tasa de política en términos nominales. Durante este año se inició un nuevo proceso de recortes de tasas de interés, rebajándose otros 325 pb.

El conjunto de todas estas reducciones ha servido de base para un intenso debate respecto de la efectividad de la política monetaria. A la luz de los resultados observados, muchos se preguntan si los recortes o la política monetaria tienen efectos verdaderamente significativos. Incluso, algunos han argumentado que es inútil, que todo es un "problema de expectativas".

Conviene recordar que en el debate de 1997, frente a la acelerada expansión del consumo, ocurrió algo similar. No faltó quien afirmara que aumentar la tasa de interés no tenía ningún efecto y, por tanto, mal podría regular su crecimiento. Se llegó a decir que la política monetaria podía tener efectos paradójicos: que para controlar la expansión del gasto se debía disminuir la tasa de interés.

## Canales de transmisión y efectos de la política monetaria

---

El punto de partida para que la transmisión monetaria sea un tema de debate es que la política monetaria tenga efectos reales en el corto plazo. Si hay una completa dicotomía entre variables nominales y reales, el objetivo de estabilidad macroeconómica se reduce a encontrar una estrategia que garantice la estabilidad de precios. Sin embargo, ya sea por asimetrías de información<sup>1</sup>, por costos de ajuste<sup>2</sup> o simplemente por rigideces de precios en mercados clave, las acciones de la autoridad monetaria pueden tener efectos reales en el corto plazo.

Asumiendo, entonces, algún tipo de rigidez en la economía, una conducción adecuada de la política monetaria requiere tener claridad sobre cómo ésta puede afectar la economía y las magnitudes y tiempos involucrados.

La literatura ha identificado al menos cinco canales distintos para la transmisión de la política monetaria (cuadro 3):

a. El efecto directo de las tasas de interés sobre la brecha gasto-producto. En este canal, movimientos de la tasa de política tienen efectos sobre las tasas de mercado (por ejemplo, las de colocación del sistema bancario) las que influyen las decisiones de consumo e inversión y, a través de estas, la brecha gasto-producto y luego la inflación.

b. El canal del crédito. En una economía con intermediación financiera, las firmas y las personas pueden financiarse a través de dos fuentes: una intermediada a través del sector bancario y otra directa vía fondos propios o mediante la colocación de bonos o acciones. El canal del crédito centra su atención en los agentes para los cuales la segunda opción —por problemas de información asimétrica, costos de transacción— se encuentra total o parcialmente restringida, con lo cual sus decisiones de inversión y gasto quedan determinadas por su acceso al crédito bancario. Más adelante me referiré con más detalle a este canal.

c. El canal de precios de activos. Esta es una visión más monetarista que enfatiza el efecto de la política monetaria sobre un espectro amplio de precios de activos, alterando la riqueza de los agentes y las decisiones de inversión y de consumo. Esto se debe, por ejemplo, a que un aumento en la tasa de interés hace más oneroso financiar la compra de activos, tales como las acciones, con lo cual el precio de éstas cae, reduciendo el valor de las empresas y los incentivos a invertir en ellas; o al efecto riqueza que genera, reduciendo el consumo y la demanda agregada.

d. El canal del tipo de cambio. Una tasa de interés más alta aprecia la moneda por condiciones de arbitraje. Los movimientos cambiarios afectan el costo de los bienes importados —parte del componente transable de la inflación— y con ello la competitividad relativa de los sectores productivos, lo que a su vez repercute sobre la demanda externa neta. Por otro lado, si una parte importante de la deuda de las firmas y familias está en dólares, la apreciación genera una reducción de esta y, por lo tanto, puede tener efectos expansivos sobre la actividad económica.

e. El canal de las expectativas. Sobre éste, digamos únicamente que cambios en la tasa de política pueden influir sobre las expectativas acerca del rumbo futuro de la actividad, 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. Si bien, no es trivial predecir la dirección en la cual operan dichos efectos, el actual esquema de metas de inflación —hoy en estado de régimen— ha permitido alinear las expectativas del sector privado con el objetivo de política, facilitando menores tasas de interés y el ejercicio de políticas de estabilización.

Estos canales de transmisión no son mecanismos independientes, sino fenómenos interrelacionados que operan de manera simultánea y conjunta frente a una determinada variación de las tasas de interés. El efecto final neto estará dado por la combinación de factores como la sensibilidad de la inversión y el consumo al costo de fondos, la naturaleza y distribución de activos y pasivos en la economía, y la profundidad y diversificación del mercado financiero.

Las características institucionales de Chile sugieren que una aproximación razonable puede realizarse centrandó la atención en el canal tradicional gasto-producto. Ello no implica que no deba darse atención a un análisis más fino, más aún si queremos entender la transmisión monetaria en coyunturas determinadas. Especial atención merece el rol que juegan el canal del tipo de cambio y el canal del crédito.

El impacto del canal del tipo de cambio sobre la inflación ha variado significativamente durante la última década, evidenciando un fuerte descenso a partir de 1998. La literatura señala que el traspaso de movimientos cambiarios a precios, depende de factores como el nivel inicial de inflación, el grado de apertura de la economía, la magnitud de la brecha del producto y el nivel del tipo de cambio real de equilibrio (gráfico 1).

Con todo, quiero destacar dos factores que explican el disminuido coeficiente de traspaso actual. El primero, de carácter permanente, se refiere a la entrada en régimen del esquema de metas de

<sup>1</sup> Lucas (1972).

<sup>2</sup> Mankiw (1985).

inflación y la estabilización de la misma en niveles de economías desarrolladas. En este contexto, el impacto de una depreciación cambiaria se reduce, ya que el mercado espera que los movimientos y efectos futuros del tipo de cambio estarán en conformidad con el cumplimiento de la meta. Además, el mayor desarrollo de instrumentos de cobertura cambiaria permite retrasar el traspaso de una depreciación cambiaria hasta que esta pruebe ser permanente.

La segunda hipótesis se relaciona con el comportamiento de los márgenes de comercialización, los cuales ante una mayor eficiencia (por mayor competencia) inducen a una disminución del coeficiente de traspaso. Sin embargo, la actual coyuntura está especialmente marcada por características cíclicas de esta variable.

En un contexto de desaceleración económica, los detallistas deben posponer el traspaso de los incrementos de costos al precio final ante el riesgo de perder clientes por la debilidad de la demanda interna. Hoy en día, además, las variaciones cambiarias responden a *shocks* externos y no a presiones internas, por lo que la debilitada demanda impide un gran traspaso. No obstante, a medida que la actividad retome su senda de tendencia es esperable que el traspaso aumente, si bien estabilizándose en menores niveles que los de la década pasada.

#### *Canal del crédito*

Al parecer, a partir de 1998, y como consecuencia de las importantes alzas de la tasa de interés —decretadas para enfrentar los efectos de las crisis rusa y asiática— en un contexto de elevado crecimiento del gasto, banda cambiaria y descalce de monedas, el canal del crédito habría adquirido mayor significación. Frente a una política monetaria restrictiva, los intermediarios pueden reducir el crédito porque las firmas y las familias están sujetas a selección adversa y riesgo moral, más aún si los agentes poseen menos colaterales para responder a pérdidas potenciales. En la medida que los problemas del mercado de capitales sean importantes y exista segmentación entre los agentes económicos, la reducción del crédito lleva a una contracción de la actividad económica.

¿Por qué este canal puede ser interesante en esta coyuntura? Una contracción monetaria puede afectar —en el margen— a un número significativo de firmas, desencadenando un impacto más fuerte y prolongado de lo que sugeriría la mera elasticidad del consumo y de la inversión, ya que eventualmente puede frenar la realización de proyectos rentables, pero incapaces de encontrar financiamiento, generando respuestas de magnitudes discretas. En tales condiciones, la situación patrimonial de las empresas que deben pagar un premio por riesgo mayor —o que son marginadas del mercado de crédito— empeora, intensificando los problemas de riesgo moral y selección adversa.

Más allá de este análisis, es importante destacar que los distintos estudios empíricos realizados para la economía chilena durante la última década muestran que, en promedio, la política monetaria tiene claros efectos sobre actividad e inflación. Si bien estos estudios difieren en las magnitudes estimadas de estos efectos, en conjunto permiten refutar el argumento de que la política monetaria es inútil<sup>3</sup>. Los estudios corroboran, además, que la política monetaria no parece ser ni más ni menos efectiva en Chile que en otros países de similar desarrollo institucional y económico (cuadro 4).

En este sentido, destaca una encuesta realizada por el Banco Central de Chile a un conjunto de bancos centrales, todos con régimen de metas de inflación y flotación cambiaria, en la que se preguntó por el impacto estimado de una variación de 100 pb. en las tasas de interés de política monetaria, durante un trimestre, sobre actividad e inflación<sup>4</sup>. Los resultados son categóricos: ante una rebaja de tasas de interés tanto la actividad económica como la inflación aumentan. Más interesante aún, las magnitudes de la reacción de cada economía son similares, si bien en el caso de Chile el efecto sobre el producto se observa en forma relativamente más rápida. En el caso de nuestra economía, después de un año, una reducción de 100 pb. aumenta el producto (respecto de su nivel de tendencia) en 18 pb. comparado con un promedio de 10 pb. No obstante, a medida que transcurre el tiempo los efectos promedios entre países tienden a converger (gráfico 2).

Para el caso de la inflación, Chile muestra respuestas menos intensas que para la actividad, resultado que, sin embargo, se repite en el resto de las economías estudiadas. Después de un año, la inflación en nuestro país se reduce 2 pb. frente a un promedio de 3 pb. No obstante, Chile sí muestra una mayor persistencia relativa de la inflación, cuestión que sin duda está relacionada con los niveles de indización que aún prevalecen en la economía (gráfico 3).

Finalmente, si se analiza el efecto combinado sobre actividad e inflación, es decir, las razones de sacrificio, se observa que Chile muestra una elevada razón de sacrificio en los primeros trimestres, algo superior al promedio (6,0 frente a 4,1). Sin embargo, ésta va disminuyendo a medida que se contemplan horizontes de plazo más largos, reflejando el rezago con el cual responde la inflación. Lo contrario tiende a suceder con los países que parten con razones de sacrificio pequeñas (cuadro 5).

Si bien parece que la política monetaria tiene, en promedio, los efectos comentados, es necesario precisar que, con frecuencia, el impacto real de la política monetaria difiere de la reacción típica que se espera. Esto sucede tanto en la dimensión temporal

<sup>3</sup> Herrera y Rosende (1991), Valdés (1997), Parrado (2001), García (2001), Bravo y García (2002).

<sup>4</sup> Schmidt-Hebbel y Tapia (2002).

—existen cambios de tasas de interés más efectivos que otros— y en la dimensión de agentes económicos, un mismo cambio en la tasa de interés genera efectos heterogéneos a nivel de sectores, empresas y personas. Los factores que están detrás de esta heterogeneidad son los que también influyen en la mayor o menor importancia relativa de cada canal de transmisión en cada momento del tiempo.

## La experiencia del 2000-2002

---

A partir de los antecedentes descritos, se puede analizar qué sucedió durante el 2001 y el primer semestre del 2002 y si, efectivamente, como algunos han argumentado, la política monetaria no ha tenido efectos.

Lo primero es constatar una cuestión de lógica elemental. Al igual como no se puede inferir que el canto del gallo ocasiona la salida del sol —aunque ambos fenómenos ocurran a la vez— el observar un crecimiento del producto inferior al esperado, al tiempo que hay reducciones de la tasa de interés de política, no permite concluir que la política monetaria sea inefectiva. De hecho, a la luz de la evidencia descrita, existieron otros factores que influyeron negativamente en la evolución de la actividad económica.

Los distintos indicadores intermedios de la política monetaria muestran que ésta ha sido expansiva durante los últimos 18 meses. Durante el 2001, la cantidad de dinero nominal se expandió, en promedio, 14,3% anual, mientras que las colocaciones nominales totales en moneda nacional aumentaron 10%: ambas cifras claramente superiores a la suma del crecimiento del producto interno bruto (PIB) y de la tasa de inflación, que fue 5,7%. De hecho, el año pasado varios distinguidos analistas criticaron la expansión del dinero por considerarla exagerada. Este año, la situación ha sido similar.

Una tendencia que también ratifica esta expansión monetaria es la que muestran las tasas de interés de los diferentes instrumentos emitidos por el Banco Central. Por ejemplo, los documentos reajustables a 8 y 20 años finalizaron el año 2000 con promedios algo por debajo de UF + 6%. A fines del año 2001, habían alcanzado tasas de UF + 4,8% y 5,3%, respectivamente. En la actualidad, éstas se encuentran en niveles de UF + 3,5% y 4,5% (gráfico 4).

Por el lado cambiario, la reacción también confirma que la política fue expansiva, aunque en la depreciación observada influyeron los términos de intercambio y las turbulencias regionales. En todo caso, el tipo de cambio real con nuestros principales socios comerciales ha aumentado más de 10% en promedio desde el 2001, lo que sin duda influyó en el aumento del volumen de exportaciones en más de 8% promedio desde esa fecha (gráfico 5).

Un ejercicio interesante es preguntarse qué habría pasado con la actividad económica si las tasas de interés no hubiesen disminuido durante el 2001 y el 2002, es decir, si se hubieran mantenido en UF + 5%. Es difícil argumentar si la situación habría sido mejor. De hecho, con base en los modelos de proyección que habitualmente utiliza el Banco Central, que consideran el efecto de las tasas de interés tanto de corto como de largo plazo y el impacto del tipo de cambio real sobre la demanda externa neta, es posible afirmar que si la política monetaria no hubiese reaccionado durante el primer semestre del 2001, el producto chileno habría crecido como máximo 2,3% y no el 2,8% observado y para este año se esperaría un crecimiento 70 pb menor. Dados los rezagos con los que actúa la política monetaria, en el 2003, el efecto podría haber sido de casi 1,5 puntos porcentuales (cuadro 6).

Si la política monetaria tuvo un sesgo expansivo y argumentamos que fue efectiva, ¿qué explica entonces que la actividad aumentara menos que lo proyectado? Las explicaciones más importantes son dos: i) una evolución de las variables externas claves muy diferente a lo anticipado y ii) un comportamiento del gasto interno considerablemente más débil que lo previsto (cuadros 7 y 8).

Las cifras son elocuentes. El crecimiento mundial esperado para el 2001 era 4,2% en septiembre del 2000; finalmente fue 2,2%. En el caso de nuestros socios comerciales la revisión es aún más dramática: desde un crecimiento esperado de 3,6% pasamos a sólo 1%. El precio del cobre cerró 15 centavos de dólar por debajo de lo previsto, el precio del petróleo sólo un dólar menos que lo anticipado, y los términos de intercambio, en vez de aumentar 2,4% disminuyeron 7%. Basta decir que el ingreso aumentó sólo 0,5% real durante el año pasado, con un impacto negativo por efecto de menores términos de intercambio respecto del 2000 equivalente a 2,8% del PIB. Por su parte, en comparación con lo que se esperaba en septiembre del año pasado, las proyecciones del escenario externo para el 2002 muestran también significativas correcciones a la baja.

Si bien en mayo de este año percibimos condiciones más favorables, en los últimos dos meses las perspectivas de crecimiento de nuestros socios comerciales se han resentido por la negativa evolución de algunos países latinoamericanos, los riesgos asociados al deterioro de los principales mercados bursátiles que han cobrado mayor preponderancia y el agravamiento de las turbulencias financieras de la región. Además, cifras recientes entregadas para la economía de EE.UU. dan cuenta de un deterioro en sus perspectivas de crecimiento.

¿Qué significa este peor escenario externo en cifras? Dado el PIB potencial actual, Chile debió crecer en condiciones normales cerca de 5,5 el 2001. Sin embargo, sólo creció 2,8%. Una evolución más favorable del sector externo durante ese año hubiese

contribuido con cerca de un punto porcentual adicional de crecimiento. Si la tasa de política monetaria (TPM) no hubiese disminuido, la situación hubiese sido más difícil aún (cuadro 9).

Sin embargo, la importancia del sector externo queda mejor reflejada en el impacto actual que tiene sobre la actividad. En condiciones normales, la economía debería mostrar este año un crecimiento en torno a 6%; sin embargo, las estimaciones lo ubican más cerca de 3%. De los tres puntos de diferencia, el sector externo como un todo explica prácticamente la totalidad del peor desempeño. Este es un resultado fuerte, revelador de nuestra dependencia de las condiciones externas. Y dentro de éstas, la evolución del crecimiento mundial es uno de los factores claves, explicando cerca de 1,5 puntos porcentuales del menor crecimiento.

Con todo, es importante señalar que los análisis efectuados corresponden a ejercicios parciales que no toman en cuenta efectos de segundo orden, ni de retroalimentación de las variables que ocurrirían de manifestarse los escenarios estudiados. No obstante, son útiles para dar cuenta de la dirección y magnitud de los efectos involucrados.

Además de este negativo entorno externo, durante el 2001 la demanda interna tuvo una trayectoria de desaceleración, terminando el cuarto trimestre con una caída de 4,9% en 12 meses, lo que implicó que en promedio disminuyera 0,7% el año pasado. Ciertamente la casi nula expansión del ingreso nacional explica una parte de esta caída, pero también contribuyeron tendencias que influyeron negativamente en la confianza de inversionistas y consumidores, como las turbulencias financieras observadas en la región, con directo impacto en el tipo de cambio, además del sucesivo empeoramiento del panorama económico mundial a lo largo del año, y el desempleo alto y persistente. No hay duda que las expectativas juegan un rol. Pero son hechos reales los que contribuyen a su formación, o deformación, incluyendo las negativas circunstancias externas.

#### Transmisión de la política monetaria a tasas de interés de colocación: 2000-2001

---

Hasta ahora he argumentado que la política monetaria ha sido efectiva. Una pregunta diferente, sin embargo, es si ésta fue todo lo efectiva que habría podido ser. Como mencioné, ha existido un fuerte debate público respecto del grado y velocidad de traspaso entre los recortes en la TPM y las tasas cobradas por el sector bancario. Obviamente, en la medida que el traspaso sea más expedito y generalizado, mayor potencia tendrá la política monetaria, al menos en lo que se refiere al canal tradicional de interés-gasto.

Este análisis enfrenta al menos dos dificultades. La primera es que se tiende a confundir el traspaso de las rebajas que se verificaron durante fines del 2000 y la primera mitad del 2001 con los recortes de los últimos seis meses. La segunda complicación está dada por las dificultades de comparación que genera la nominalización: las tasas de mercado que antes eran volátiles son ahora estables y viceversa. No es correcto, por lo tanto, simplemente cotejar tasas de interés observadas durante dos meses cualesquiera, sino más bien considerar períodos más amplios y corregir el efecto de la variación de la UF sobre las tasas que se comparan.

El ejercicio que sigue compara las tasas de interés promedio prevalecientes en dos períodos consecutivos —agosto a diciembre del 2001 y enero a julio del 2002— con las tasas promedio de febrero y julio del 2000. El período de referencia se eligió por ser estable y previo a los recortes. Los resultados que se extraen del estudio del primer período (agosto-diciembre del 2001) son más limpios, porque es un período de estabilidad. Sin embargo, el segundo período (enero-julio del 2002) que combina efectos de recortes previos con los nuevos, es particularmente útil para caracterizar la situación actual del mercado monetario. A nivel agregado, las conclusiones en ambos períodos no difieren significativamente por lo que a continuación comentaré los resultados observados en el último semestre (cuadro 10).

Entre estos dos períodos, la TPM, medida como tasa nominal, disminuyó más de 580 pb., reflejando la disminución tanto de la inflación como de la tasa de política indizada.

La tasa de interés nominal de captación promedio para operaciones a 30-89 días disminuyó 490 pb., mientras que la tasa de colocación disminuyó 562 pb.

En el caso de operaciones nominales a plazos de entre 90 y 365 días, la tasa de captación disminuyó 443 pb. La tasa de colocación para este mismo plazo disminuyó 335 pb.

La TPM, medida como una tasa de interés sobre la variación de la UF, disminuyó 150 pb.

La tasa de captación para operaciones reajustables a plazos de entre 90 y 365 días disminuyó 270 pb., 30 pb. más que la tasa de colocaciones.

Si bien el traspaso no ha sido perfecto, ha mostrado altos grados de eficiencia para las tasas nominales para créditos a 90 días o menos, y algo menos de eficiencia en el caso de operaciones a más de 90 días. Durante muchos meses se tuvo la sensación de que en muchos casos los *spreads* entre tasas de colocación y captación habrían aumentado; sin embargo, ello más bien se explica por rezagos en la caída de las tasas de colocación. Hay que decir que en algunos casos los *spreads* en realidad han disminuido.

Los datos agregados, sin embargo, esconden una realidad muy disímil según el tamaño de los deudores. Es éste, al parecer, el corte relevante para entender las distintas posturas del debate público. No obstante, bajo esta desagregación, sí es conveniente separar el análisis del período agosto-diciembre del 2001 con el de enero-julio del 2002 (cuadro 11).

En el período inmediatamente posterior a la nominalización, casi el 85% de los fondos prestados muestra un traspaso considerable, diríamos casi perfecto. Pero, para el 15% restante, que representa aproximadamente el 90% de los clientes del sistema, el traspaso fue muy imperfecto, llegando a ser nulo, o incluso perjudicial, en algunos casos. La realidad durante el primer semestre de este año ha sido muy diferente. En este período el traspaso se ha intensificado notoriamente en todos los tramos. Con todo, las transacciones de montos más bajos aún muestran reducciones mucho menores a las observadas en transacciones de más alto monto. Sin embargo, es importante destacar que las colocaciones de bajo monto (UF 0-500) son básicamente créditos a personas, donde cerca de la mitad son tarjetas de crédito. Es este último segmento el que ha sido más reticente a bajar las tasas de interés y que superan el 30%.

Los antecedentes revisados indican que la efectividad de la política pudo haberse resentido al limitarse el traspaso de rebajas de tasas hacia algunos segmentos específicos. No obstante, a partir de este año, la situación parece estar corrigiéndose. Además, no hay evidencia contundente de que la importancia de esta menor efectividad relativa sea crucial desde el punto de vista macroeconómico. No podemos, sin embargo, ser complacientes con lo que sucede. Desde el punto de vista de la política macroeconómica, el tema nos preocupa, ya que los mecanismos de transmisión podrían ganar eficiencia si los traspasos de tasas fueran más rápidos y generalizados. Desde el punto de vista de la equidad, es claro que para algunos sectores el acceso al financiamiento es difícil. Y desde el punto de vista de la eficiencia cabe preguntarse si existen proyectos rentables que no se estén llevando a cabo por falta de financiamiento.

## Conclusiones

---

A modo de conclusión, creo pertinente establecer que podemos estar confiados en que la política monetaria tiene efectos relevantes sobre la actividad. Es posible que algunas veces sea más efectiva que otras, pero tenemos la convicción de que la acción del Banco Central tiene gran importancia en los resultados macroeconómicos.

No podemos pretender, sin embargo, que la política monetaria sea la solución a todos los problemas. En este sentido, por ejemplo, el clima de negocios y su efecto en las expectativas juega un papel

crítico en la dinámica de corto plazo. Asimismo, la flexibilidad que exista en los distintos mercados es crucial para determinar las características que tienen los procesos de ajuste de nuestra economía. En la medida que los precios muestren mayor rigidez, la absorción de los distintos *shocks* tendrá mayores efectos sobre las cantidades, incluyendo actividad y empleo.

Algunos se preguntarán entonces, si la política monetaria tiene efectividad, ¿por qué no fue más expansiva durante el 2001? La respuesta es sencilla: durante el segundo semestre del año pasado enfrentamos grandes turbulencias que amenazaban con desviar en forma persistente la inflación del rango meta de 2 a 4%, y dificultar el cumplimiento de nuestro objetivo prioritario según la ley. Incluso, en aquel período hubo opiniones de destacados economistas por un accionar más contractivo del Banco Central. No es el momento de revisar todos los eventos que tuvimos que afrontar, pero recordemos los atentados terroristas de septiembre y la gravedad de los problemas financieros y de contagio que sufrió la región.

Actualmente, la situación mundial y de contagio regional se mantiene muy inestable; sin embargo, los mercados financieros han respondido con bastante independencia, reconociendo la solidez de nuestra economía.

Dentro del país, los distintos indicadores muestran una evolución del gasto interno claramente por debajo de lo anticipado hace algunos meses, mientras que las presiones inflacionarias se han mantenido acotadas. En este marco, la inflación efectiva se ha mantenido en niveles reducidos, la que a su vez ha estado acompañada por una disminución significativa en las expectativas de inflación del sector privado.

Todos estos antecedentes han permitido que la política monetaria haya tomado un sesgo aún más expansivo durante los últimos seis meses, lo que se ha reflejado en los recortes ya comentados. De no haberlo hecho, se arriesgaba que la inflación disminuyera persistentemente hacia el piso e incluso debajo del rango meta en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.

La política monetaria no es todopoderosa. Aún más, mientras más baja sea la tasa de política, menor es la probabilidad de que pueda seguir bajando. De hecho, si hoy manejáramos tasas reales en vez de nominales, habríamos alcanzado ya el límite práctico de la política monetaria: tasa igual a cero.

Afortunadamente, ese límite aun no se alcanza en la tasa nominal. Pero no debemos olvidar que es necesario dar creciente importancia al resto de los factores internos que pueden limitar nuestra capacidad de crecer.

## Referencias bibliográficas

---

Bravo, F. y C. García (2002). "Una Revisión de la Transmisión Monetaria y el Pass-through en Chile". Documento de Trabajo 149. Banco Central de Chile.

García, C. (2001). "Políticas de Estabilización en Chile Durante los Noventa". Documento de Trabajo 132. Banco Central de Chile.

Herrera, L.O. y F. Rosende (1991). "Teoría y política monetaria: Elementos para el Análisis". *Cuadernos de Economía* 83: 55-93.

Lucas, R. (1972). "Expectations and the Neutrality of Money". *Journal of Economic Theory*, April 1972, Vol. 4.

Mankiw, G. (1985). "Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model". *Quarterly Journal of Economics* 10(2), May 1985, pages 529-38.

Parrado, E. (2001). "Effects of Foreign and Domestic Monetary Policy in a Small Open Economy: the Case of Chile." Documento de Trabajo 108. Banco Central de Chile.

Schmidt-Hebbel, K. y M. Tapia (2002). "Monetary Policy Implementation and Results in Twenty Inflation-Targeting Countries." Documento de Trabajo 166. Banco Central de Chile.

Valdés, R. (1997). "Transmisión de Política Monetaria en Chile." Documento de Trabajo 16. Banco Central de Chile.

---

# Cuadro 1

## Proyecciones de Crecimiento: 2001 y 2002

(porcentajes)

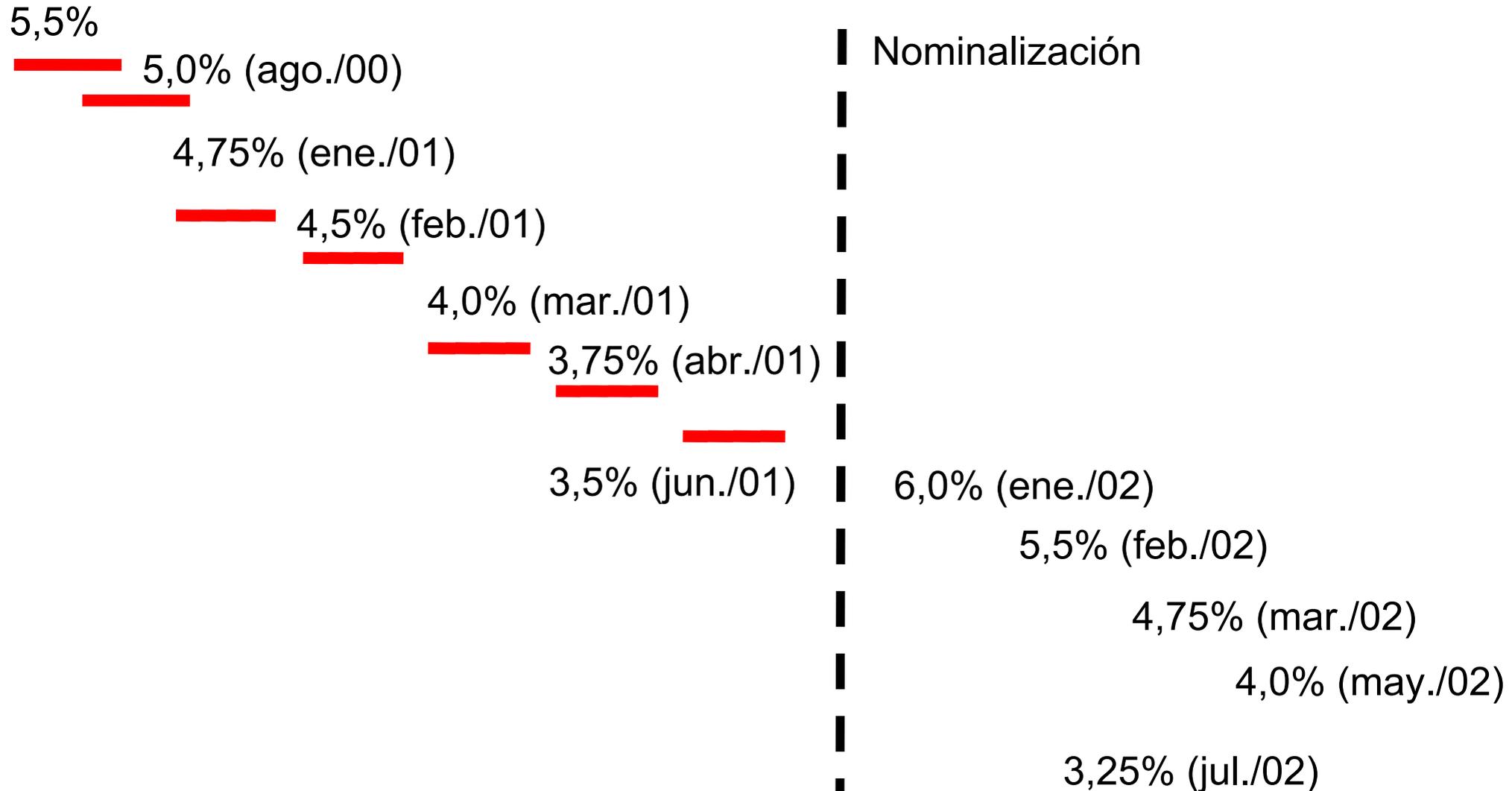
	<u>Encuesta</u>		<u>Consensus</u>		<u>Banco</u>	
	<u>Expectativas 1/</u>		<u>Forecasts</u>		<u>Central 2/</u>	
	<u>01</u>	<u>02</u>	<u>01</u>	<u>02</u>	<u>01</u>	<u>02</u>
Sept. 00/01	5,8	4,5	5,8	4,5	5,7	5,0
Enero 01/02	5,3	3,0	5,4	3,0	5,6	3,3
Mayo 01/02	4,2	3,0	4,1	2,9	4,3	3,0
Julio 01/02	3,6	2,7	3,5	2,6	4,3	-
Agosto 01/02	3,6	2,5	-	-	-	-
Efectivo 01/02	-	-		2,8		-

1/ Encuesta mensual del BCCh.

2/ Proyecciones contenidas en el IPoM respectivo.

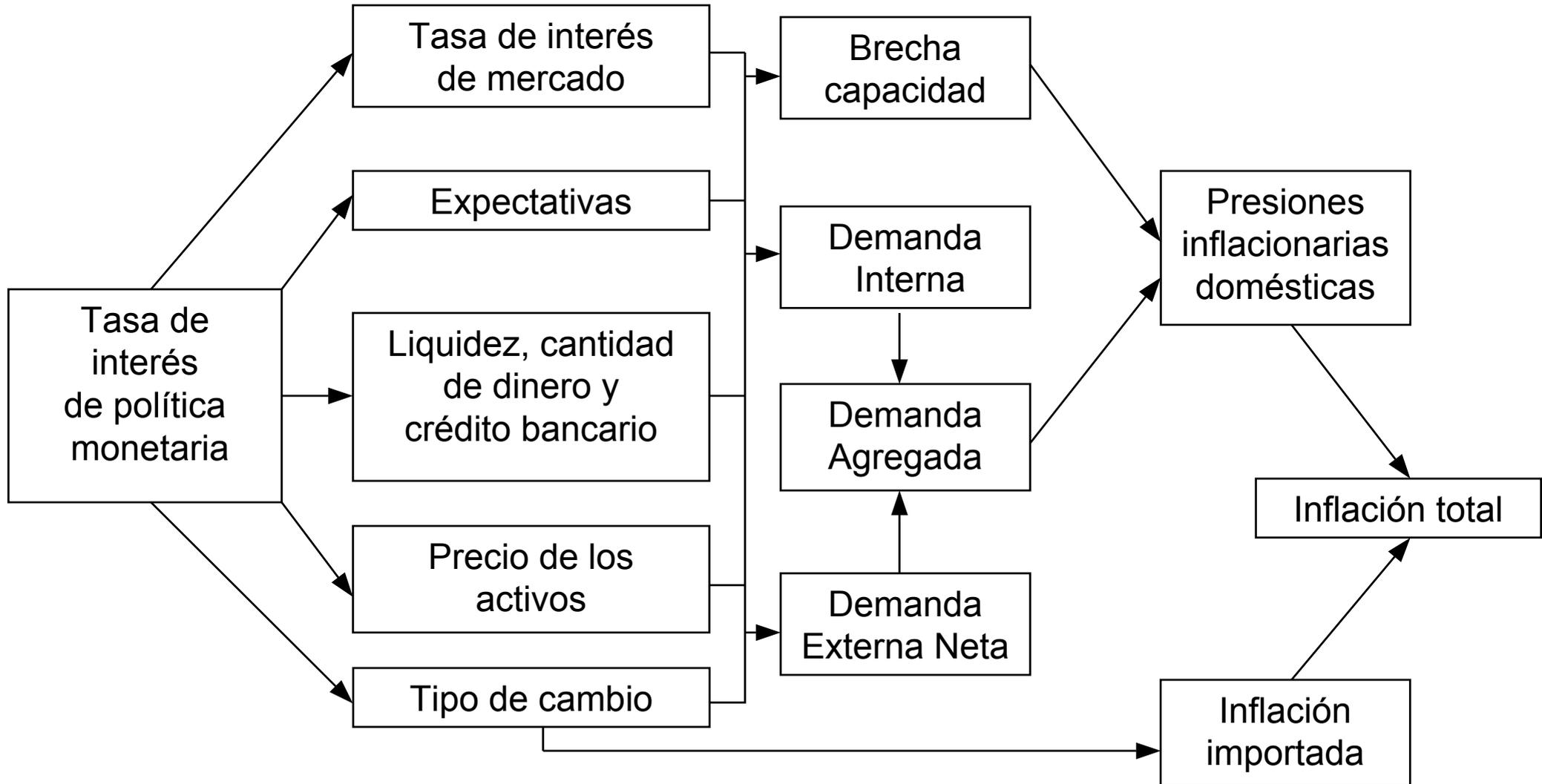
# Cuadro 2

## Tasa de Política Monetaria (porcentajes)



### Cuadro 3

# Canales de Transmisión de la Política Monetaria



## Cuadro 4

# Inflación y Brecha de Producto Después de un Año (shock de 100 puntos base, porcentajes)

	<u>Brecha Producto 1/</u>	<u>Brecha Inflación 2/</u>
Australia	0,00	-0,05
Brasil	-0,02	-0,04
Canadá	-0,10	-0,02
<b>Chile</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,02</b>
Nueva Zelanda	-0,12	-0,02
Polonia	-0,06	-0,01
Rep. Checa	-0,19	-0,07
Suiza	-0,08	-0,08
<b>Promedio</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,03</b>

1/ Corresponde a la brecha entre el nivel del producto corriente anual y de tendencia.

2/ Corresponde a la brecha entre el nivel de la inflación efectiva anual y meta.

Fuente: Schmidt-Hebbel y Tapia (2002).

## Cuadro 5

### Razones de Sacrificio

(caída acumulada de producto sobre caída acumulada de inflación, shock 100 puntos base)

	Australia	Canadá	<b>Chile</b>	R. Checa
4 trimestres	0,00	4,44	<b>6,00</b>	3,11
8 trimestres	0,41	2,65	<b>1,75</b>	1,74
12 trimestres	0,91	2,22	<b>0,66</b>	2,54
	N. Zelanda	Polonia	Suiza	<b>Promedio</b>
4 trimestres	5,93	8,44	0,94	<b>4,12</b>
8 trimestres	1,68	2,69	2,93	<b>1,98</b>
12 trimestres	0,92	1,45	2,57	<b>1,61</b>

Fuente: Schmidt-Hebbel y Tapia (2002), sobre la base de información proporcionada por los bancos centrales encuestados.

Cuadro 6  
**Análisis Contrafactual:**  
**Variación en el Crecimiento del Producto**  
Ejercicio 1: TPM permanece en UF+5%

Diferencia entre escenario alternativo y actual  
(puntos base)

2001	-50
<b>2002</b>	<b>-70</b>
2003	-140

## Cuadro 7

# Supuestos, Proyecciones y Valores Efectivos para 2001

(porcentajes)

	<u>Sep.</u> <u>2000</u>	<u>Enero</u> <u>2001</u>	<u>Mayo</u> <u>2001</u>	<u>Efectivo</u>
Crecimiento Mundial 1/	4,2	3,8	3,3	2,2
Crec. Socios Comerc. 1/	3,6	3,1	2,5	1,0
Precio del Cobre (US¢/lb)	87	86	80	71,8
Precio del Petróleo (US\$/b)	26	25	25	24,5
Variación TDI	2,4	2,0	-1,7	-7,1
<b>Demanda Interna</b>	<b>7,5</b>	<b>7,2</b>	<b>4,8</b>	<b>-0,7</b>

1/ Con base en proyecciones de Consensus Forecasts disponibles a la fecha de la publicación.

## Cuadro 8

### Supuestos y Proyecciones para el 2002 (porcentajes)

	<u>Sep.</u> <u>2001</u>	<u>Enero</u> <u>2002</u>	<u>Mayo</u> <u>2002</u>
Crecimiento Mundial 1/	3,6	2,1	2,8
Crec. Socios Comerc. 1/	2,8	0,9	1,1
Precio del Cobre (US¢/lb)	78	72	73
Precio del Petróleo (US\$/b)	24	21	24
Variación TDI	3,4	2,6	-0,1
<b>Demanda Interna</b>	<b>6,4</b>	<b>4,1</b>	<b>3,4</b>

1/ IPoM respectivo, a base de proyecciones de Consensus Forecasts.

# Cuadro 9

## Análisis Contrafactual:

### Variación en el Crecimiento del Producto

#### Ejercicio 2: Escenario Externo es de Equilibrio

Diferencia entre escenario alternativo y actual  
(puntos base)

	Y*	TDI	Flujo Caps.	EET
2001				80
<b>2002</b>	<b>140</b>	<b>70</b>	<b>80</b>	<b>290</b>
2003				120

Y\*: Crecimiento Mundial; TDI: Términos de Intercambio; Flujo Caps.: Flujo de Capitales  
EET: Efecto externo total (suma de los efectos de los factores externos Y\*, TDI , Flujo Caps.)

## Cuadro 10

# Variación de las Tasas de Interés de Colocación por Plazos, puntos base (\*)

	<u>TPM</u>		<u>Captación</u>		<u>Colocación</u>	
	<u>a</u>	<u>b</u>	<u>a</u>	<u>b</u>	<u>a</u>	<u>b</u>
Nom. 30-89 días	-422	-584	-324	-490	-349	-562
Nom. 90-360 días	-422	-584	-232	-443	-306	-335
Reaj. 90-360 días	-249	-151	-188	-271	-117	-245

(\*) Las tasas de interés se expresan en términos nominales o reajustables de acuerdo con la variación efectiva de la UF.

a/ Promedio agosto-diciembre 2001 *versus* febrero-julio 2000.

b/ Promedio enero-julio 2002 *versus* febrero-julio 2000.

## Cuadro 11

# Variación de las Tasas de Interés de Colocación por Tramos, puntos base (\*)

Monto en UF	Part.	Nominal		Nominal		Reajustables	
		30-89 ds.		Más 90 ds.		Más 90 ds.	
		<u>a</u>	<u>b</u>	<u>a</u>	<u>b</u>	<u>a</u>	<u>b</u>
0 - 200	6,4	518	72	-36	-257	-51	-21
200 - 500	4,6	99	-214	-15	-234	-121	-176
500 - 1.000	5,4	-115	-376	-104	-341	-134	-220
1.000 - 5.000	17,7	-317	-533	-317	-533	-129	-106
5.000 y más	65,8	-318	-432	-318	-432	-106	-161

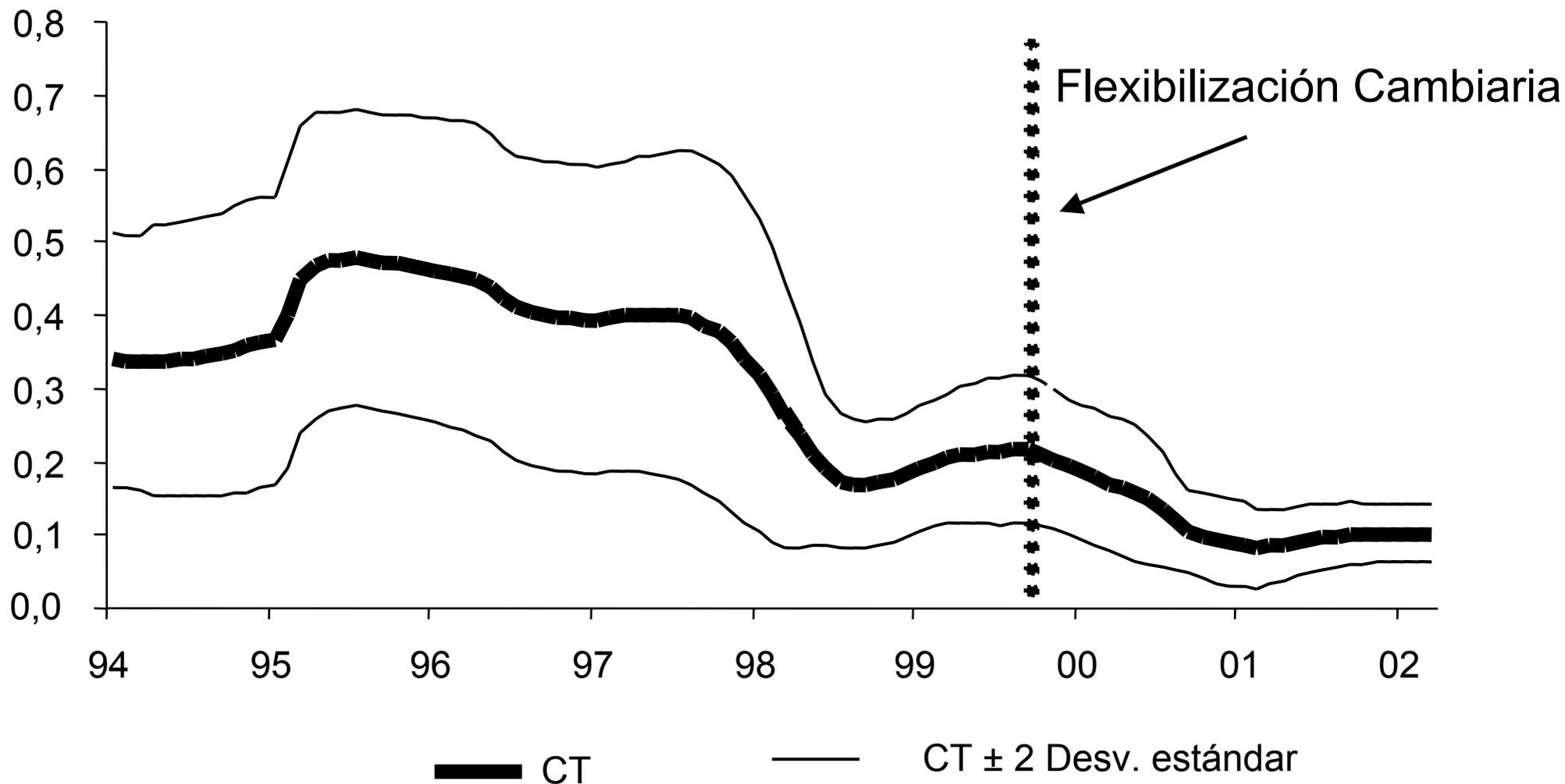
(\*) Las tasas de interés se expresan en términos nominales o reajustables de acuerdo con la variación efectiva de la UF.

a/ Promedio agosto-diciembre 2001 *versus* febrero-julio 2000.

b/ Promedio enero-julio 2002 *versus* febrero-julio 2000.

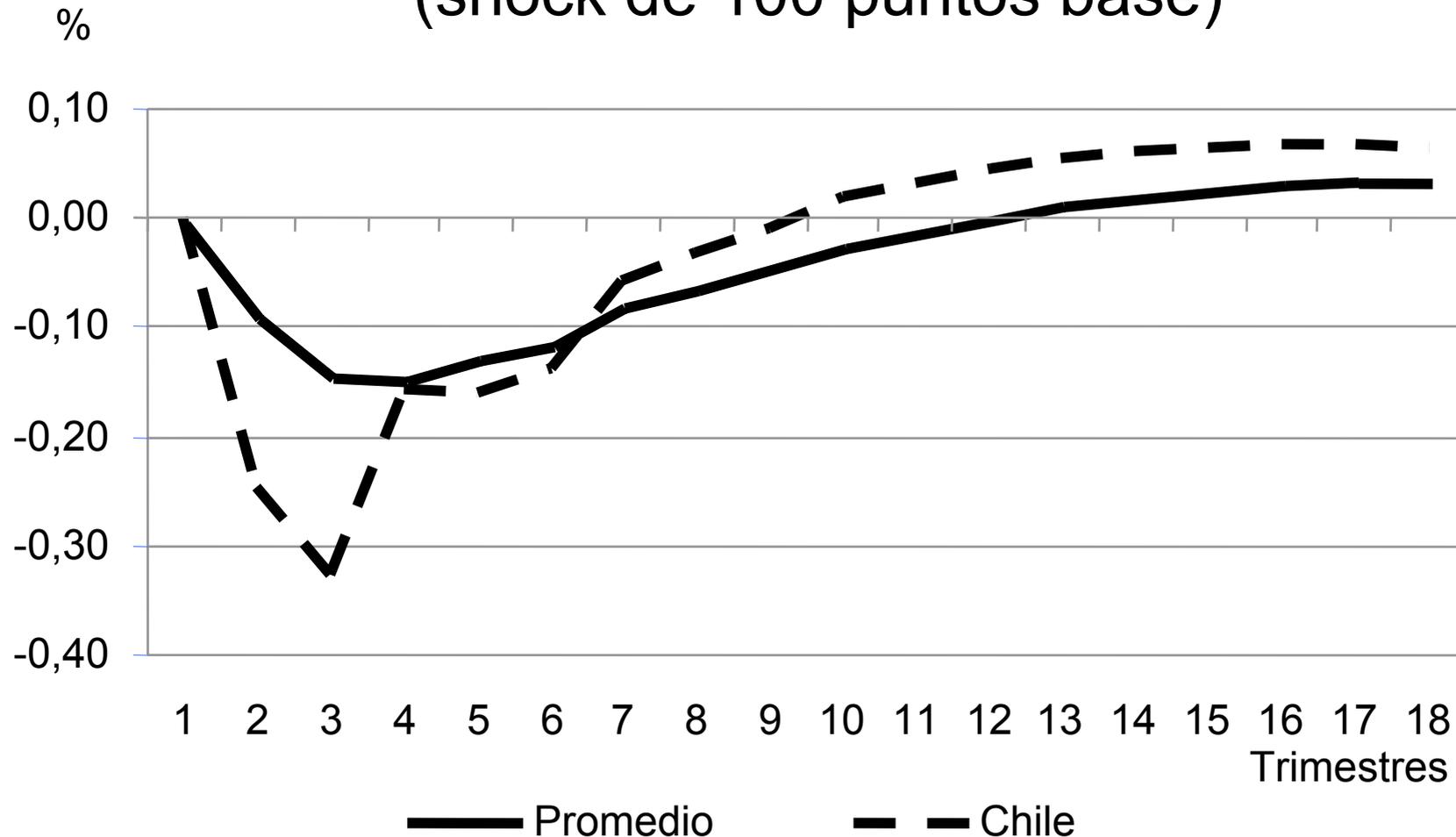
# Gráfico 1

## Coeficiente de Traspaso (CT): Depreciación a Inflación



## Gráfico 2

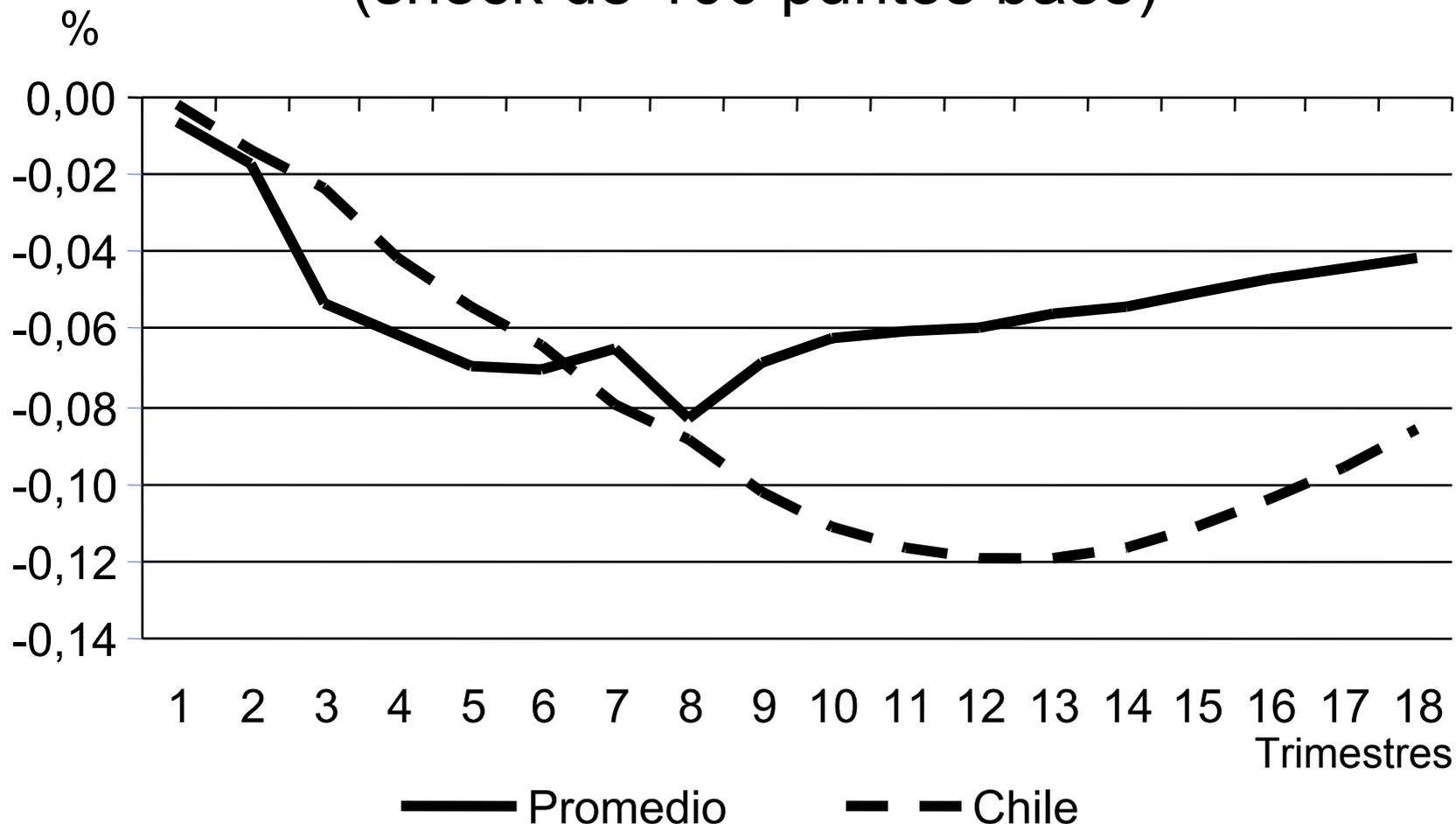
# Respuesta Dinámica de la Brecha del Producto: Chile *versus* Promedio de ocho Países (shock de 100 puntos base)



Fuente: Schmidt-Hebbel y Tapia (2002).

### Gráfico 3

## Respuesta Dinámica de la Brecha de la Inflación: Chile *versus* Promedio de ocho Países (shock de 100 puntos base)



Fuente: Schmidt-Hebbel y Tapia (2002).

# Gráfico 4

## Tasas de Interés Documentos BCCh

(promedios semanales, porcentajes)

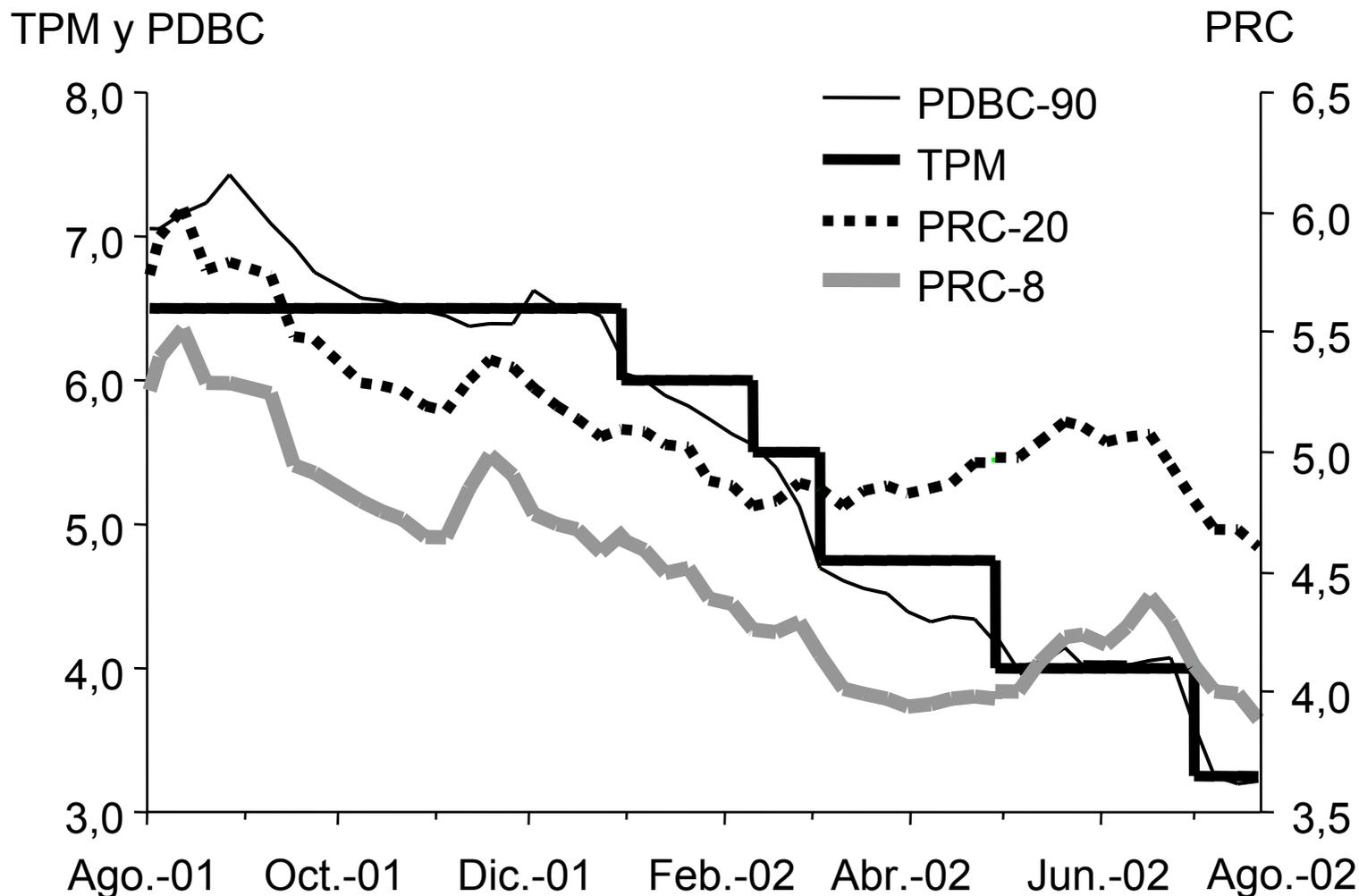


Gráfico 5  
**Tipo de Cambio Nominal y Real**  
(Índice, enero 1999 =100)

