

Efectividad de la Política Monetaria en Chile y Perspectivas

EXPOSICIÓN DE CARLOS MASSAD A., PRESIDENTE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE, EFECTUADA EN LA CONFERENCIA DESAYUNO, ORGANIZADA POR LA ASOCIACIÓN DE INDUSTRIAS METALÚRGICAS Y METALMECÁNICAS A. G. (ASIMET), EL 28 DE MARZO DE 2002.

Introducción

El objetivo de esta exposición es examinar el tema de la efectividad de la política monetaria en Chile. En primer lugar, mencionaremos el rol y la importancia que tiene la política monetaria y el verdadero privilegio que tenemos como país de poder utilizarla como instrumento contracíclico y de discutir al respecto. Luego examinaremos desde un punto de vista conceptual y empírico, los mecanismos de transmisión de la política monetaria y los efectos esperados de cambios en las tasas de interés. Analizaremos también la experiencia del 2001 con la política monetaria y la transmisión de la reducción de tasas del primer semestre. Al finalizar esta exposición analizaremos perspectivas macroeconómicas para este año.

La política monetaria en Chile ha tenido que enfrentar situaciones de gran complejidad desde 1997, cuando se desató la crisis asiática. Además de enfrentar un complicado panorama externo, incluyendo graves problemas financieros en economías emergentes en los años 1998-1999, también complicó el manejo económico un fuerte shock petrolero en el 2000 y una recesión o una gran desaceleración en las principales economías industrializadas durante el año 2001.

Por su parte, el marco de política económica ha variado en aspectos sustanciales. Es así como el tipo de cambio flota libremente, tenemos un rango meta para la inflación, se completó el proceso de apertura de la cuenta de capitales y la política fiscal se guía por una regla preanunciada. En materia de política financiera, cabe

destacar la nominalización de la política monetaria en agosto del año 2001, la profundización del mercado de instrumentos de cobertura de riesgo y la reciente autorización a los pagos de intereses en cuentas corrientes. A esto se agrega una gran reforma al mercado de capitales doméstico. Está claro que han sucedido muchas cosas durante los últimos cuatro años.

En parte, como consecuencia de la magnitud de estos *shocks* y cambios, pero también debido a la importancia que la sociedad asigna a la política monetaria, este proceso no ha estado exento de debate. La discusión ha girado en torno a múltiples aspectos, que van desde los instrumentos y los objetivos de la política, hasta la existencia misma de transmisión desde la política monetaria hacia sus objetivos, lo que se ha llamado la efectividad de la política.

Sin duda, lo que ha sucedido con la macroeconomía durante el 2001 ha alimentado la discusión sobre la efectividad de la política monetaria, siendo dos los hechos más relevantes a los que se recurre en este debate.

El primero es que durante los últimos trimestres el crecimiento efectivo del producto ha resultado ser sustancialmente menor al anticipado tanto por las autoridades como por los distintos analistas del mercado. El tamaño exacto de las revisiones de proyección ha variado según la fuente, pero el signo es el mismo. Como es habitual, además, durante periodos en que existe una sorpresa —en este caso desagradable— las proyecciones de crecimiento son sistemáticamente ajustadas, dando la percepción de un proceso interminable. Los datos históricos son reveladores: en septiembre del 2000, las proyecciones privadas consideraban un crecimiento de 5,8% para el 2001 mientras que en mayo del 2001 estas proyecciones se habían ajustado a 4,2%, cifras que se comparan con un crecimiento efectivo de 2,8% de acuerdo con las nuevas cuentas nacionales. Las proyecciones del Banco Central no tuvieron una trayectoria diferente (cuadro 1).

Las estimaciones que se realizaban a fines del 2000 y comienzos del 2001 no eran antojadizas, sino que se sustentaban en una recuperación prevista de la demanda externa, un aumento esperado de los términos de intercambio, disminución de las tasas de interés de largo plazo y 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 una demanda interna menos dinámica que lo anticipado.

El segundo hecho relevante en esta discusión es que la política monetaria fue más expansiva durante el 2001. En efecto, considerando tanto las señales de desaceleración de la demanda interna, como 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 2001. Es así como 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 realizado en agosto del año 2001, cuando se percibieron los primeros síntomas de una demanda interna débil (gráfico 1).

El nivel de las tasas de interés se mantuvo inalterado durante el segundo semestre del 2001, aunque en agosto se dio el paso más importante del proceso de nominalización de la política monetaria al fijarse la tasa de política en términos nominales. Luego, se inició un nuevo proceso de recortes de tasas de interés durante el primer trimestre de este año. De esta forma entre enero y marzo, la tasa de interés de política ha disminuido en 175 puntos base.

El conjunto de reducciones en las tasas de interés de política monetaria de los últimos quince meses ha servido de base para una intensa discusión respecto de la efectividad de la política monetaria. A la luz de los resultados observados muchos se preguntan si sirvieron los recortes de tasas de interés o si la política monetaria tiene verdaderamente efectos relevantes. Algunos incluso han argumentado que es inútil, que todo es un "problema de expectativas".

Es interesante recordar que en 1997 existió una discusión similar cuando el consumo se venía expandiendo aceleradamente y algunas personas afirmaban que aumentar la tasa de interés no tenía ningún efecto y, por lo tanto, no servía para regular su crecimiento. Se llegó a considerar que la política monetaria podía tener efectos paradójicos: que para controlar la expansión del gasto se debía disminuir la tasa de interés. Hoy, hay quienes argumentan que para estimular el gasto hay que subirla.

El rol de la política monetaria

El rol central de la política monetaria es mantener la estabilidad de precios, condición necesaria, aunque no suficiente, para lograr estabilidad macroeconómica. Existe consenso, tanto a nivel teórico como práctico, que una inflación alta sólo perjudica la capacidad de crecimiento de las economías, con costos que, además, son pagados en mayor proporción por los más pobres. Latinoamérica está lamentablemente llena de ejemplos que corroboran esto.

Ahora bien, sucede que en el proceso de mantener una inflación baja y estable, la política monetaria asume también un rol de estabilización del producto, en particular cuando existen *shocks* que afectan en un mismo sentido tanto la actividad como la inflación. Así, la política monetaria también puede tener efectos contracíclicos sobre la actividad. Con el objetivo de reducir la variabilidad de la inflación también puede reducirse la volatilidad

del producto y del empleo. Este es el caso que enfrentamos, por ejemplo, cuando se debilita el gasto privado afectando negativamente las perspectivas tanto de crecimiento como de inflación.

Pero también existen *shocks* más difíciles de abordar, en que la sincronía de los efectos sobre la actividad y la inflación no se mantiene. Es claro, en este sentido, que la política monetaria no está capacitada para resolver todos los problemas que enfrenta la economía. Por ejemplo, un alza desmedida en los salarios, inconsistente con los aumentos de productividad, constituye un dilema que la política monetaria no puede acomodar sin poner en riesgo los objetivos de estabilidad. Por esto, la política salarial es, en sí misma, un componente clave en el marco de política económica.

Otro hecho que ejemplifica este tipo de perturbación más compleja, lo constituye un cambio súbito en el precio del petróleo. En este caso, la política monetaria debe graduar la velocidad con que actúa, distinguiendo cambios en el nivel de precios que suceden por una sola vez, de aquellos persistentes que significan inflación genuina, y, de esa manera, acotar los efectos reales de la reacción de política. Por supuesto, todo esto basado siempre en la premisa que el control inflacionario es ineludible.

Además de las complicaciones que tiene el poder reconocer el tipo de perturbación que sufre la economía, la política monetaria enfrenta otras dificultades: existe incertidumbre sobre el tamaño y la persistencia de los *shocks* observados, no se conoce con certeza el tamaño de las brechas de capacidad productiva que tiene la economía, y, como es bien sabido, la política monetaria toma tiempo en transmitirse, tiempo que, además, varía, al igual que la magnitud del efecto de un cambio de política dado.

Con todo, y a pesar de estas dificultades, existen más beneficios que costos de mantener una política monetaria activa en un país como Chile. El beneficio de disminuir la volatilidad de la inflación, y la reducción, aunque parcial, de la volatilidad de los niveles de actividad justifican ampliamente la existencia de una política monetaria que trata de hacer frente a las desviaciones más relevantes.

Es importante reconocer, además, que el tipo de discusión que nos ocupa es algo a lo que sólo algunas economías emergentes acceden. Chile es un país privilegiado en este sentido porque, gracias a la solidez y consistencia de sus instituciones y de su política macroeconómica, tiene la posibilidad de discutir el grado más apropiado y la efectividad de la política monetaria contracíclica. En la gran mayoría de los países, la discusión es otra: Cómo limitar los efectos desestabilizadores de la política macroeconómica. De hecho, hemos podido seguir una política monetaria expansiva,

mientras otros se ven impedidos de hacerlo. Nuestra tasa de interés hoy es la más baja de América Latina, y la tasa de crecimiento es de las más altas entre los países emergentes.

En nuestro país, durante los últimos 17 años, se ha ido acumulando una sólida posición de solvencia y liquidez externa, junto con la reducción sostenida de la inflación en un ambiente donde ha primado un sistema financiero saludable y cuentas fiscales balanceadas. Todos estos elementos han significado el reconocimiento generalizado de las principales economías e instituciones del globo y la clara diferenciación respecto de la gran mayoría de las economías emergentes.

La solidez de sus fundamentos macroeconómicos, la solvencia externa, la solidez fiscal, la del sistema financiero y la de las instituciones y la de las políticas son los pilares en que se sustenta la economía chilena.

El conjunto de reformas aplicadas a lo largo de las últimas décadas significó un importante incremento del potencial de crecimiento de la economía chilena, junto con contribuir a reducir rápidamente los indicadores de pobreza nacional. Es así como durante los últimos 16 años la economía chilena experimentó tasas de crecimiento del producto interno bruto (PIB) promedio anual del orden de 6,0%, lo que nos ha permitido pasar a la categoría de país de ingreso medio alto (gráfico 2).

En materia inflacionaria, durante la década de los noventa, el alto grado de compromiso contra la inflación asumido formalmente por el Banco Central a partir de la obtención de su autonomía, significó la reducción de la variabilidad de la inflación y de su nivel desde alrededor de 30%, hasta valores que fluctúan en un rango de 2 a 4%, comparables a los de las economías industrializadas. Esto ha sido posible gracias a una política que, a lo largo de los últimos once años, ha utilizado como instrumento de política la tasa de interés, y ha sido ampliamente apoyada y creída por el mercado (gráfico 3).

Otra característica distintiva que presenta la economía chilena ha sido la persistente disciplina fiscal. En efecto, durante gran parte de los años noventa esta disciplina ha significado la consecución de superávit o muy moderados déficit. Este compromiso con la responsabilidad fiscal permitió equilibrar y fortalecer las finanzas públicas, toda vez que facilitó rebajar la deuda pública en forma importante aunque en algunos años el gasto con efecto macroeconómico tendió a subir más de lo deseable. Cabe destacar, además, como un hito clave en la economía chilena, el que a partir del año 2000 se haya establecido una regla de política fiscal basada en la mantención de un superávit estructural equivalente a 1% del PIB cada año (gráfico 4).

A todo lo anterior, se suma el que la posición de solvencia y liquidez internacional de Chile se fue afianzando, en forma gradual,

durante la década de los noventa. Lo anterior ha permitido que Chile haya logrado consolidar un proceso gradual de internacionalización financiera y comercial de su economía, incluso en medio del complejo y turbulento escenario internacional que han debido enfrentar las economías emergentes en los últimos años. Cambios estructurales, como el régimen de flotación cambiaria, la eliminación de las restricciones a los flujos de capital y la reforma al mercado de capitales son pasos importantes dentro de este proceso. Los niveles alcanzados por el déficit en cuenta corriente durante los últimos años son una clara evidencia de una situación de solidez en las cuentas externas desde la perspectiva macroeconómica, niveles que se proyecta se mantendrán en adelante, con tasas de crecimiento económico más elevadas (gráfico 5).

Esta sólida posición ha redundado en una diferenciación notoria de Chile respecto de otras economías de la región, manteniéndose desde 1995 en el mejor nivel de clasificación de riesgo de Latinoamérica (A-) y con niveles de premio por riesgo soberano muy por debajo del resto de las economías emergentes (gráficos 6 y 7).

Por su parte, el sistema financiero ha tendido hacia una progresiva consolidación y profundización en el mercado interno y hacia la internacionalización, incorporando nuevos productos —factoring, leasing, securitización, entre otros— y una regulación que le ha permitido aumentar su nivel de exposición en otras economías. La eliminación de las barreras, tanto a la entrada como a la salida de capitales, ha sido un elemento esencial al desarrollo del sistema financiero. Por otra parte, el perfeccionamiento del mercado de derivados y de productos de cobertura de riesgos han permitido una mayor profundización y flexibilización del mercado cambiario.

Otro punto notable del sistema financiero chileno, altamente valorado nacional e internacionalmente, se refiere a la fortaleza del marco regulatorio y de la calidad de la supervisión que realiza la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. De hecho, los indicadores de solvencia, como son el nivel de capitalización y la proporción de la cartera vencida, confirman esta afirmación. El nivel de capitalización del sistema financiero en enero del 2002, medido de acuerdo con el indicador de Basilea, es de 14,5% sobre los activos ponderados por riesgo, que si bien incluye los excedentes del año 2001, está muy por sobre el que se recomienda como norma internacional (8%). La cartera vencida, por su parte, se mantiene en niveles bajo 2% (gráfico 8).

Los pilares antes mencionados conforman una parte fundamental del activo que posee nuestra nación y que a la hora de las comparaciones la hacen tan diferente de la gran mayoría de las economías emergentes. Por tal motivo, se trata de logros sobre

los que no se puede transar, con miras a insertar a Chile dentro del contexto de las principales economías del mundo, ojalá en un futuro no demasiado lejano.

Mecanismos de transmisión y efectos de la política monetaria

A partir de este marco de estabilidad y solvencia es posible analizar, desde el punto de vista conceptual y empírico, cómo se transmite la política monetaria en una economía como la chilena (cuadro 2).

La teoría indica que existen varios canales a través de los cuales la política monetaria es transmitida sobre la demanda agregada, el producto y la inflación. La explicación tradicional de la forma en que opera la política monetaria sobre la economía se basa en que los movimientos de la tasa de interés del Banco Central tienen efectos sobre otras tasas de interés —por ejemplo, las tasas de colocación del sistema bancario— lo que a su vez influye sobre las decisiones de consumo e inversión. Estos agregados, a su vez, afectan la demanda agregada y los precios.

Este efecto directo puede complementarse con otros mecanismos de transmisión, como el rol que juega el mercado financiero a través del volumen de préstamos que concede (el llamado canal del crédito), el efecto en expectativas de crecimiento e inflación que tiene la política monetaria, y la forma en que el movimiento en las tasas de interés afecta los precios de distintos activos en la economía. En este último caso, sobresalen los cambios que produce la política monetaria en el tipo de cambio y en el nivel de precios de otros activos, y, por esa vía, en la riqueza. Los movimientos cambiarios, por su parte, afectan el costo de los bienes importados y la competitividad relativa de los sectores productivos, lo que a su vez repercute sobre la demanda externa neta.

Estos canales de transmisión no son mecanismos independientes, sino fenómenos interrelacionados que operarán de manera simultánea y conjunta frente a una determinada variación en 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 distribución de activos en la economía, la profundidad y diversificación del mercado financiero, entre otros. Es posible esperar, en todo caso, que el mecanismo tradicional y el efecto cambiario sean mecanismos de relevancia en una economía como la chilena, aunque los efectos de la política monetaria varíen en el tiempo.

Más allá de este análisis conceptual, 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 el nivel de actividad e inflación. Ciertamente estos estudios tienen diferencias en las magnitudes estimadas de estos efectos, pero en conjunto permiten refutar el argumento de irrelevancia de la política monetaria. [Rosende y Herrera (1991), Valdés (1997), Parrado (2001), García (2001), Bravo y García (2002).]

Es interesante corroborar, además, que las estimaciones sobre los efectos de la política monetaria que se realizan para Chile no difieren significativamente de las estimaciones que se realizan para otros países. La política monetaria no parece ser ni más ni menos efectiva en Chile que en otros países de similar desarrollo institucional y económico.

En este sentido, vale la pena destacar una encuesta realizada por economistas de nuestro Banco Central a un conjunto de otros bancos centrales, y en la que se preguntó por la estimación que maneja cada banco acerca del impacto sobre actividad e inflación de un cambio en las tasas de interés de política monetaria de 100 puntos base durante un trimestre [Schmidt-Hebbel y Tapia (2002)]. Los bancos centrales encuestados tienen, sin excepción, un régimen de política como el nuestro basado en metas de inflación y flotación cambiaria.

Los resultados son categóricos: ante una rebaja de tasas de interés, tanto la actividad económica como la inflación aumentan. Y, más interesante aún, las magnitudes de la reacción de cada economía son similares y las magnitudes estimadas para Chile no son especialmente diferentes a las estimadas para otros países. Quizás lo único que sobresale en el caso de nuestro país es la relativa mayor persistencia con que reacciona la inflación, cuestión que sin duda está relacionada con los niveles de indización que aún prevalecen en la economía (cuadro 3).

Si bien parece ser claro que la política monetaria tiene en promedio los efectos que hemos comentado, 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 —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. Algunos factores que están detrás de esta heterogeneidad son: (i) la disímil y cambiante capacidad que tienen las empresas para acceder a fuentes de financiamiento alternativas; (ii) los distintos efectos patrimoniales que generan cambios en el tipo de cambio; (iii) la capacidad variable que tienen las empresas de traspasar cambios de costos hacia precios finales; y (iv) la cantidad y características de la cartera de proyectos de inversión y consumo cuya materialización puede verse afectada por la política monetaria.

La experiencia del período 2000-2001

A partir de los antecedentes descritos se puede analizar qué sucedió durante el 2001 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 la apertura de los paraguas ocasiona la lluvia —aunque veamos que 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 es inefectiva. De hecho, a la luz de la evidencia descrita, existieron otros factores que influyeron negativamente en la evolución de la actividad económica.

Respecto de la política monetaria, los distintos indicadores intermedios muestran que ésta efectivamente tuvo un rol expansivo durante el 2001. Por ejemplo, la cantidad de dinero nominal se expandió en promedio 15,3% anual, mientras que las colocaciones nominales totales en moneda nacional aumentaron 10%. Ambas cifras son claramente superiores a la suma del crecimiento del PIB y la inflación promedio que llegó a 6,4%. De hecho, durante el año pasado hubo varios distinguidos analistas que criticaron la expansión del dinero por considerarla exagerada.

Una tendencia que también ratifica esta expansión monetaria es la mostrada por las tasas de interés de los diferentes documentos 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 habíanalcanzado tasas de UF + 4,8% y 5,3%, respectivamente (gráfico 9).

Por el lado cambiario la reacción también confirma la expansividad de la política, aunque en la depreciación observada influyeron los términos de intercambio y las turbulencias regionales. En todo caso el tipo de cambio real aumentó más de 12% en promedio durante el 2001, lo que sin duda tuvo influencias sobre el aumento del volumen de exportaciones de 9,7% observado durante el año (gráfico 10).

Quizás un ejercicio más interesante es preguntarse qué hubiese pasado con la actividad económica si las tasas de interés no hubiesen disminuido durante el 2001, es decir, si a fines del 2001 hubiesen sido 150 puntos base más elevadas. Pienso que es muy difícil argumentar que la situación hubiese sido mejor. De hecho, a base de los modelos de proyección que habitualmente utiliza el Banco Central, que consideran el efecto de las tasas de interés tanto de corto como las 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 1,8% y no 2,8% observado.

Si la política monetaria tuvo un sesgo expansivo y argumentamos que fue efectiva, ¿qué explica entonces el aumento de actividad menor al proyectado? Las explicaciones más importantes radican en una evolución de variables externas claves muy diferente a lo anticipado y un comportamiento del gasto interno considerablemente más débil que lo previsto. La evolución de la actividad en EE.UU. y otros países industrializados, los atentados terroristas de septiembre del 2001 y la situación financiera regional impactaron negativamente las posibilidades de crecimiento (cuadro 4).

Las cifras son elocuentes. El crecimiento mundial esperado para el 2001 era 4,2% en septiembre del 2000, resultando finalmente en 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 resultó 15 centavos por debajo de lo previsto, el precio del petróleo sólo un dólar menor que lo anticipado, y los términos de intercambio en vez de aumentar 2,4% disminuyeron 7%. No es fácil dimensionar con exactitud el efecto de todos estos acontecimientos, pero sin duda podrían explicar varios puntos menos de crecimiento. 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.

Además de este negativo entorno externo, durante el 2001 la demanda interna tuvo una trayectoria de desaceleración, terminando el último trimestre con una caída de 4,9% en 12 meses, lo que implicó que en promedio disminuyera 0,7%. Ciertamente la casi nula expansión que tuvo el ingreso nacional explica una parte de esta caída, pero también contribuyeron desarrollos 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, el sucesivo empeoramiento del panorama económico mundial a lo largo del año, y una tasa de desempleo que se mantuvo en niveles elevados. 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 hemos argumentado que la política monetaria ha sido efectiva. Una pregunta diferente, sin embargo, es si ésta fue todo lo efectiva que potencialmente pudo ser. Como todos saben, ha existido una fuerte discusión pública respecto del grado y velocidad

de traspaso que ha existido entre los recortes en la tasa de política monetaria y las tasas cobradas por la industria bancaria. Obviamente, en la medida que el traspaso de tasas sea más expedito e involucre a más clientes, mayor potencia tiene la política monetaria, al menos en lo que se refiere al canal tradicional tasas de interés-gasto.

El análisis del traspaso de las tasas de interés enfrenta al menos dos dificultades. La primera es que se tiende a confundir en el debate el traspaso de las rebajas que se verificaron durante fines del 2000 y la primera mitad del 2001 con los recortes de los últimos tres meses. En el análisis que sigue me concentraré en evaluar si las rebajas del segundo semestre del 2000 y primer semestre del 2001 se han efectivamente traspasado. Es justamente el análisis de esa transferencia el relevante para evaluar el grado de efectividad de la política monetaria durante el año pasado.

La segunda complicación está dada por las dificultades de comparación que genera la nominalización. Debido a que en agosto del 2001 se pasó de fijar la tasa de política monetaria como un premio sobre la variación de la unidad de fomento (UF) a una tasa estrictamente fija, las tasas de mercado que antes eran volátiles son ahora estables y viceversa. Este cambio de volatilidades es justamente uno de los resultados esperados de la nominalización de la política monetaria. En efecto, durante la primera mitad del año, las tasas de las operaciones nominales mostraban una alta variabilidad, pues se movían de acuerdo con la evolución de la inflación. En cambio, a partir de agosto, las tasas de interés nominales han sido marcadamente más estables, situación que se ha verificado principalmente en las tasas de captación de corto plazo (30 a 89 días). No es correcto, por lo tanto, simplemente cotejar tasas de interés observadas durante dos meses cualquiera, o compararlas con el nivel de la tasa de política monetaria (TPM). Lo adecuado, más bien, es 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 que prevalecieron entre agosto y diciembre del 2001, período de estabilidad posterior a las rebajas de tasas, y la que se observó entre febrero y julio del 2000, período que también es de estabilidad, previo a los recortes. Los resultados son los siguientes (cuadro 5):

- La TPM, medida como tasa nominal, disminuyó entre estos dos períodos más de 400 puntos base, reflejando la disminución tanto de la inflación como de la tasa de política indexada.

- La tasa de interés nominal de captación promedio para operaciones de 30 a 89 días disminuyó 320 puntos base, mientras que la tasa de colocación disminuyó 270 puntos base.

- En el caso de operaciones nominales a plazos de entre 90 y 365 días, la tasa de captación disminuyó 230 puntos base. La tasa de colocación para este mismo plazo disminuyó 400 puntos base.

- La TPM, medida como una tasa de interés sobre la variación de la UF, disminuyó 190 puntos base.

- La tasa de captación para operaciones reajustables a plazos de entre 90 y 365 días disminuyó en el mismo monto que la TPM. Pero la tasa de colocaciones disminuyó sólo 100 puntos base.

Lo anterior muestra que el traspaso no ha sido perfecto, aunque ha mostrado altos grados de eficiencia en los casos de tasas nominales para créditos a 90 días o menos, y algo menos de eficiencia en el caso de operaciones a más de 90 días. Los *spreads* entre tasas de colocación y captación han aumentado en algunos casos, pero este incremento es de una magnitud claramente menor a los recortes de tasas decretados por el Banco Central. Y 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 este, al parecer, el corte relevante para entender las distintas posturas del debate público. Los datos muestran que para casi 85% de los fondos prestados, el traspaso es considerable, diríamos casi perfecto. Pero, para 15% restante de los fondos prestados, que represente aproximadamente 90% de los clientes del sistema, el traspaso ha sido muy imperfecto, llegando a ser nulo, o incluso perjudicial, en algunos casos (cuadro 6).

Cabe destacar que el proceso mismo de nominalización explica que el traspaso de tasas sea mayor en el mercado nominal que en el reajutable, ya que los premios por riesgo inflación se manifiestan en este segundo mercado. De hecho, en el período analizado, el *spread* entre tasas de colocación y de captación justamente aumentó más en este tipo de transacción. Con el tiempo, el stock de este tipo de operaciones perderá importancia, situación que efectivamente ya está ocurriendo.

Los antecedentes que he revisado indican que la efectividad de la política pudo haberse resentido al limitarse el traspaso de rebajas de tasas hacia algunos segmentos específicos. No obstante, la evidencia no es contundente respecto de que la importancia de esta menor efectividad relativa sea crucial desde el punto de vista macroeconómico. Recordemos que las tasas de interés en la gran mayoría de los fondos prestados han disminuido de manera considerable. 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 generalizados. Desde el punto de vista de la equidad, es claro que existen sectores que enfrentan difíciles condiciones de acceso al financiamiento. Y desde el punto de vista de la eficiencia cabe preguntarse si existen proyectos rentables que no se están llevando a cabo por falta de financiamiento.

Es evidente entonces que el problema de acceso al financiamiento y sus condiciones debe ser examinado con más detención. Corresponde, además, ir más allá de la "etapa de denuncia" y analizar los factores que están detrás del asunto. La agenda pro crecimiento, afortunadamente, ya contiene varios de estos temas, incluyendo los referidos al capital de riesgo, ingrediente clave para que los buenos proyectos reciban financiamiento.

Hay dos materias que nos parecen especialmente relevantes desde el punto de vista de la transmisión de la política monetaria:

- Primero, las regulaciones y prácticas habituales deberían otorgar mayores facilidades para que los clientes puedan cambiarse de banco, y de esa manera incrementar la competencia del sistema. La razón es simple: en la medida que se potencia la movilidad de los clientes, los cambios en la política monetaria deberían reflejarse más rápidamente en las tasas de interés que enfrenta el público. En este sentido, pensamos que la autorización para el pago de intereses en las cuentas corrientes es un elemento que justamente va en este sentido al reforzar la competencia bancaria.

Entre otros aspectos, cabría analizar la propuesta de la agenda pro crecimiento de establecer una central de garantías. Y en el plazo más inmediato, debería implementarse un sistema que facilite el alzamiento expedito de las garantías a fin de permitir su constitución oportuna en favor del nuevo banco acreedor.

También hay otras materias como la transparencia en la divulgación de información—la más evidente es la publicación de tasas en base anual y no mensual—y la restricción que produce el que la única posibilidad de evitar el impuesto de timbres y estampillas en renovaciones exista sólo en el caso de operaciones con el mismo banco que otorgó inicialmente el crédito.

- Segundo, considerando que una de las razones más importantes que explican las restricciones de acceso al crédito es la falta de información, se podría perfeccionar el uso y disseminación de la información del comportamiento de los pagos, desarrollando, por ejemplo, un registro de comportamiento positivo. La premisa básica, en cualquier caso, debe ser más y mejor información.

En todo caso, la política del Banco Central toma en cuenta las demoras en el traspaso de las tasas de política monetaria a los clientes de los bancos. Un acortamiento en dichos plazos haría más rápido dicho traspaso y mejoraría la efectividad de la política monetaria.

Conclusiones y perspectivas

Finalmente, y para terminar, quiero revisar brevemente las perspectivas macroeconómicas para este año.

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

No podemos pretender, sin embargo, que la política monetaria sea la solución para todos los problemas. En este sentido, por ejemplo, el clima de negocios y su efecto en las expectativas juega un rol crítico en la dinámica de corto plazo. Asimismo, la flexibilidad que exista en los distintos mercados es crucial en determinar las características que tienen los procesos de ajuste de nuestra economía. En efecto, 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%, afectando el cumplimiento del objetivo prioritario del Banco Central según la ley. No es el momento de revisar todos los eventos que tuvimos que afrontar, pero recordemos la gravedad de los problemas financieros y de contagio que sufrió Sudamérica y los atentados terroristas de septiembre.

Afortunadamente durante los últimos meses la situación mundial y de contagio regional ha evolucionado en forma positiva. Las perspectivas de una rápida recuperación en EE.UU. son cada vez más ciertas, las proyecciones de crecimiento de la mayoría de nuestros socios comerciales han sido revisadas al alza y los precios de nuestras exportaciones más importantes muestran signos de recuperación. En el frente regional se mantiene una situación muy complicada en Argentina, pero los mercados financieros han respondido con gran independencia, reconociendo la solidez de nuestra economía.

En el lado doméstico, 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 se ha acompañado por una disminución significativa en las expectativas de inflación del sector privado.

Todos estos antecedentes han abierto la oportunidad para que la política monetaria haya tomado un sesgo aún más expansivo durante los últimos tres meses, lo que se ha reflejado en los recortes de tasas que comenté anteriormente. 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.

Con todos estos elementos, las perspectivas económica son claramente positivas. De hecho, y a pesar de la aletargada demanda interna, muchos analistas han comenzado a revisar al alza las proyecciones de crecimiento para este año y el próximo, gracias al claro mejoramiento del panorama externo y el impulso de demanda que está asociado a la disminución de tasas de interés. En suma, es posible mirar el futuro con mayor optimismo, ya que las condiciones están dadas para que el proceso de reactivación de la economía se acelere durante los próximos trimestres.

Bibliografía

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

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

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

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

Schmidt -Hebbel, K. y M. Tapia (2002). "Monetary Policy Design and Transparency: Evidence from 20 Inflation Targeting Countries." Mimeo, Banco Central de Chile.

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