



# LA POLÍTICA MONETARIA Y LA CONQUISTA DE LA ESTABILIDAD DE PRECIOS

Vittorio Corbo  
Banco Central de Chile

# TEMAS

- I. Introducción.
- II. La Conducción de la Política Monetaria.
- III. Política Monetaria y Crecimiento.
- IV. La Política Monetaria de Chile en los '90.

# I. Introducción.

# Introducción

- Chile completó hacia fines de los '80 más de un siglo de inflación.
- Una sucesión de eventos que ocurrieron en el período 1878-1882, tuvieron un alto impacto en la historia inflacionaria chilena:
  - El colapso en los términos de intercambio, la crisis financiera de 1878 y el abandono de la convertibilidad;
  - La expansión del gasto público, facilitada por el *boom* del salitre.

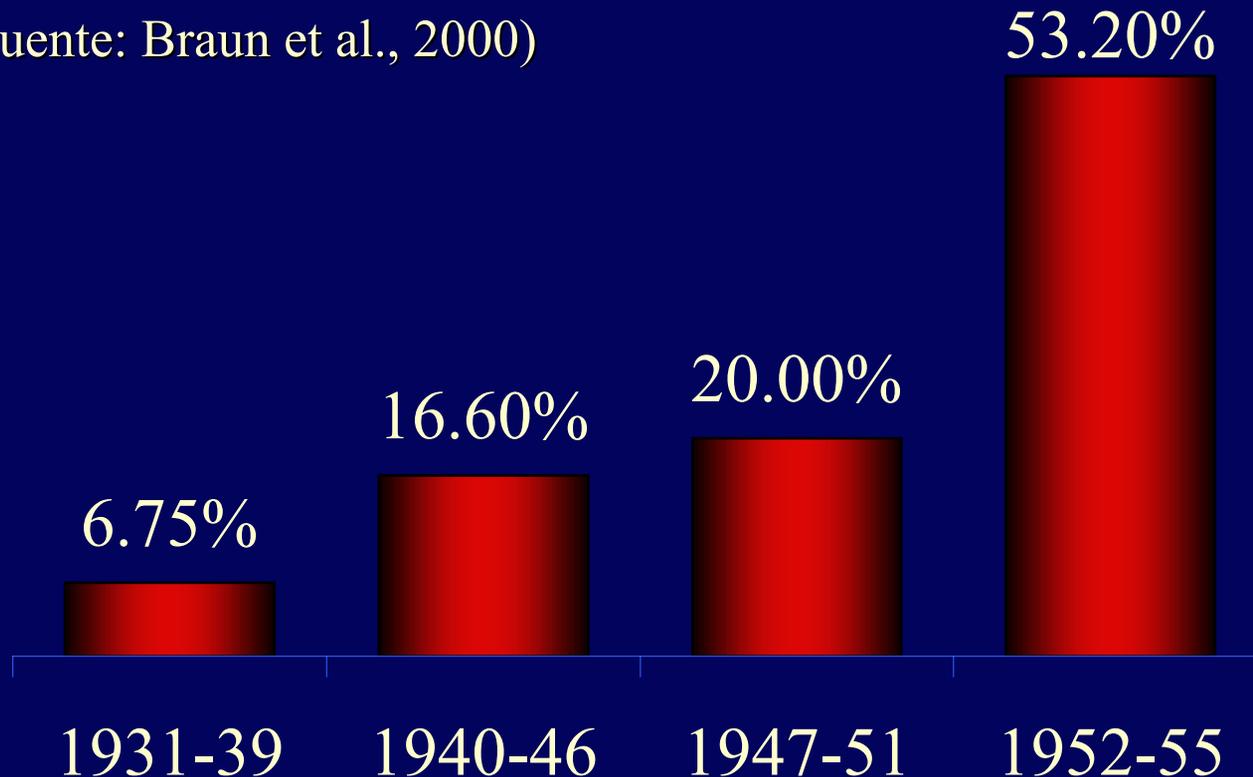
# Introducción

- Se hicieron intentos de volver a la convertibilidad (1887, 1895-98 y 1925-31), pero todos ellos fracasaron ante la incapacidad de controlar la inflación.
- El resultado fue una continua desvalorización de nuestra moneda.
- La gran depresión fue otro gran golpe, desatando una profunda crisis.

# Introducción

- El intervencionismo del período post-crisis y la baja preocupación por los déficits fiscales le dieron un gran empuje a la inflación:

(Fuente: Braun et al., 2000)



# Introducción

- Intentos de estabilización hubo muchos – 1956; 1958-61, 1965-67–, pero todos terminaron en fracaso debido a:
  - Incapacidad de controlar los déficit fiscales;
  - Inconsistencia entre políticas cambiaria, fiscal y monetaria.
- En los últimos 15 años hubo avances notables, que han permitido terminar conquistando la estabilidad de precios.

# Introducción

- El ordenamiento fiscal iniciado a mediados de los '70s y un mejor entendimiento de los beneficios de la estabilidad de precios sentaron las bases de esta conquista.
- Una inflación baja mejora el contenido de información de los precios (en el espacio y en el tiempo), contribuyendo así a mejorar la eficiencia en la asignación de recursos.
- Esto último promueve la inversión y permite lograr un mayor crecimiento.

# Introducción

- La ley orgánica del Banco Central recogió parte de esta enseñanza al señalar, como un objetivo central del Banco, el velar por la estabilidad de precios.
- En el logro de este objetivo han jugado un rol central:
  - el ordenamiento de las finanzas públicas;
  - el contar con un sistema financiero sólido;
  - una política monetaria responsable y fundada en aspectos técnicos.

## II. La Conducción de la Política Monetaria.

# Política Monetaria

- El diseño de la política monetaria está íntimamente ligado al sistema cambiario existente.
- Con tipo de cambio fijo no hay ningún rol para la política monetaria.
- Los tipos de cambio fijo dificultan el ajuste a shocks que requieren ajustes en el TC real.
- Además son vulnerables a ataques –fundados o no– en países con acceso a capitales externos.
- En suma, las condiciones necesarias para que un país funcione “bien” con TC fijo son difíciles de alcanzar (Hong-Kong).

# Política Monetaria

- Esto último ha llevado a un resurgimiento de sistemas cambiarios más flexibles con intervenciones sólo esporádicas.
- Los esquemas cambiarios flexibles tienen dos grandes ventajas:
  - Cuando están acompañados por un **ancla nominal creíble** dejan espacio para hacer política monetaria contra-cíclica;
  - Facilitan el ajuste del tipo de cambio real frente a shocks que requieren una devaluación.

# Política Monetaria

- Con tipo de cambio flotante hay que elegir un ancla nominal para alcanzar y mantener una inflación baja.
- En la selección de anclas hay dos opciones:
  - Controlar el crecimiento de algún agregado monetario que esté correlacionado con la inflación.
  - Influir en las expectativas de inflación a través de un compromiso creíble de la autoridad monetaria con un objetivo de inflación: el esquema de *Metas de Inflación* (MI).

# Política Monetaria

- Recientemente ha resultado más difícil encontrar, en el corto plazo, una relación estable entre inflación y algún agregado monetario, especialmente por los avances tecnológicos que cambian la definición de dinero.
- Esto ha llevado a los bancos centrales a abandonar la primera opción para controlar la inflación.
- El esquema alternativo de metas de inflación ha ido ganando importancia.

# Política Monetaria

- En un esquema de Metas de Inflación, el Banco Central ajusta la tasa de interés con el objetivo de lograr que la inflación alcance su meta.
- La inflación, en promedio, tiene que mantenerse cercana al punto medio del rango meta, pero **temporalmente** puede irse a los extremos e incluso desbordarla.
- La política monetaria actúa a través de:
  - afectar la demanda agregada
  - alterar las expectativas de los agentes
  - afectar la trayectoria del tipo de cambio nominal

# Política Monetaria

- Como la política monetaria actúa con rezago, su implementación requiere que el Banco Central se anticipe a los cambios de precios – se necesita gran capacidad técnica y juicio para proyectar (y paciencia).
- Siempre hay que tener en mente que las decisiones se toman bajo incertidumbre.
- Los cambios de tasas deben ser moderados: sobre-dosis (sobre-ajuste) tienen costos reales altos en desempleo y producto.

### III. ¿Puede la Política Monetaria Afectar el Crecimiento?

# Política Monetaria y Crecimiento

- La política monetaria **no puede** resolver problemas estructurales de desempleo y bajo crecimiento potencial.
- Intentos de utilizar la política monetaria para lograr estos objetivos terminan desestabilizando la economía, requiriendo de ajustes posteriores que son costosos en términos de actividad y empleo.

# Política Monetaria y Crecimiento

- El crecimiento sostenido y el empleo se promueven con instituciones y políticas orientadas a lograr:
  - Estabilidad
  - Competencia
- Condiciones necesarias para alcanzar éstas:
  - Apertura externa;
  - Regulación pro-competencia;
  - Regulación y Supervisión financiera moderna que promueva un manejo prudente de los riesgos.

# Política Monetaria y Crecimiento

- Es la interacción entre buenas instituciones y buenas políticas la que crea las condiciones para alcanzar un crecimiento sostenido.
- Esto es así, porque las instituciones y las políticas determinan las condiciones para contratar trabajadores, invertir en capital físico y humano e innovar.

# Política Monetaria y Crecimiento

- Como lo afirmó recientemente William Baumol: *“...la presión por las utilidades y la innovación que impone una economía de mercado es la máquina más eficiente conocida por el hombre para promover el crecimiento...”*
- Después de los países asiáticos, Chile ha sido pionero en el mundo emergente en adoptar un modelo pro-crecimiento.

# Política Monetaria y Crecimiento

- Más allá de garantizar un entorno con inflación baja y estable es poco lo que el BC puede hacer para promover el crecimiento.
- Otras políticas e instituciones (e.g. apertura externa, mercados competitivos, regulación micro, etc.) están fuera del ámbito del BC.
- En suma, los bancos centrales se concentran hoy en lo que sí pueden hacer para facilitar el crecimiento y el bienestar: controlar la inflación.

# Política Monetaria y Crecimiento

- Una inflación baja y estable no sólo promueve el crecimiento, sino que protege a los más pobres de sufrir en forma desmedida los costos de una inflación elevada.
- Pero hay un beneficio adicional:
  - La confianza en la capacidad de la autoridad monetaria para mantener la estabilidad de precios posibilita el uso de una política contra-cíclica en el corto plazo: **un gran dividendo** del que pocos países gozan.

# Política Monetaria y Crecimiento

- Esto es, con la inflación en torno a la meta se puede alterar la tasa de interés para estabilizar el producto en el corto plazo, manteniéndolo en torno al potencial.
- Pero esto es posible sólo si los agentes confían que la autoridad monetaria va a actuar de manera responsable.
- Además, intentar “abusar” de este activo termina destruyendo su valor.

# IV. La Política Monetaria de Chile en los '90

# La Política Monetaria en los '90

- En los 90s, después de Nueva Zelanda, Chile fue pionero en conducir su política monetaria utilizando un esquema de metas de inflación.
- El BC practica lo que se conoce como *Discreción Restringida*:
  - Compromiso de mantener inflación baja y estable (en Chile en torno al 3%).
  - Discreción para ajustarse a shocks inesperados, financieros y reales, que lleven a un producto menor al potencial → en el corto plazo la inflación puede ubicarse transitoriamente fuera del rango meta.

# La Política Monetaria en los '90

- Para que todo esto funcione correctamente y alcance los resultados deseados, el BC debe invertir en reputación y capacidad.
- ¿Cómo se hace operativa esta política?
  - El Banco Central a través de sus comunicados y, especialmente, sus acciones, debe establecer el compromiso de mantener una inflación baja y estable.
  - Para esto tiene que invertir en credibilidad o reputación y en transparencia.

# La Política Monetaria en los '90

- La **transparencia** permite legitimar la autonomía del Banco Central en una sociedad democrática.
- La **reputación** se establece con el cumplimiento de la meta (buen historial) y/o una muy buena justificación para las (pequeñas) desviaciones respecto de la meta.
- En este contexto se enmarca la presentación periódica del *Informe de Política Monetaria* del BCCH.

# La Política Monetaria en los '90

- El Banco modifica la tasa de interés cuando prevé que existe una probabilidad alta que la inflación se alejará de manera persistente de 3% (en cualquier dirección).
- Sin embargo, como la política monetaria afecta a la inflación con rezago, el Banco tiene que anticiparse a las variaciones cíclicas.
- Para todo esto se necesita disponer de proyecciones confiables y tener la capacidad para evaluar la persistencia y naturaleza de los shocks → personal altamente calificado.

# La Política Monetaria en los '90

- La política monetaria se puede ocupar de las fluctuaciones cíclicas del producto y el empleo **sólo si el cumplimiento de la meta no está en peligro** → cuando la inflación proyectada y las expectativas inflacionarias están en torno a la meta.
- Para esto se necesita que las políticas del BC sean creíbles → **reputación**.
- A modo de ejemplo: el Banco Central bajó agresivamente la tasa de política monetaria el año pasado y tanto la inflación como las expectativas se mantuvieron dentro del rango meta.

# La Política Monetaria en los '90

- Ha sido la alta credibilidad que ha logrado, respecto de su compromiso con una inflación baja y estable, lo que ha permitido al BCCH utilizar una política monetaria contra-cíclica.
- Chile es un ejemplo que la credibilidad en la capacidad de la autoridad monetaria para conducir juiciosamente sus políticas trae grandes dividendos –la baja de tasas ha ayudado a amortiguar los efectos del menor crecimiento económico mundial.

# La Política Monetaria en los '90

- En todo esto juega un papel central la *independencia del Banco Central*, que consiste en autonomía para poder cumplir el compromiso de alcanzar y mantener una inflación baja.
- Pero también se requiere la cooperación de la autoridad fiscal, de modo de evitar que para mantener la inflación dentro del rango meta haya que imponer tasas de interés muy elevadas.

# La Política Monetaria en los '90

- Al igual que la independencia del BC, la regla de superávit fiscal estructural da confianza a los mercados.
- La forma en que se mantiene esta regla es una decisión del sistema político y no del Banco Central.
- Lo que si hay que tener en cuenta al decidir ajustes son sus efectos en el crecimiento.

