

## LA POLÍTICA MONETARIA Y SU TRASPASO A LAS TASAS DE INTERÉS

José De Gregorio<sup>\*</sup>  
Presidente  
Banco Central de Chile  
16 de marzo de 2009

Señor Presidente, por su intermedio, deseo agradecer la invitación que me hiciera la Comisión de Economía, Fomento y Desarrollo de la Honorable Cámara de Diputados para exponer sobre los efectos en el sistema financiero y comercial de nuestras decisiones de política monetaria.

Estamos pasando por momentos muy inciertos en la economía global, lo que tiene implicancias en nuestras perspectivas de crecimiento e inflación. Compartimos, por tanto, la preocupación por evaluar cómo las decisiones de política monetaria, que son uno de los principales instrumentos estabilizadores con los que disponemos como país, afectan finalmente el costo del crédito para hogares y empresas.

La política monetaria, en un esquema de metas de inflación y flexibilidad cambiaria como el que está vigente en Chile desde 1999, es un mecanismo estabilizador importante del ciclo económico. Los períodos de debilidad en la actividad y la demanda, que reducen las perspectivas inflacionarias de mediano plazo, permiten adoptar políticas monetarias contracíclicas para amortiguar los efectos negativos en el consumo, la inversión y el empleo. Esto es lo que la política monetaria del Banco Central está realizando en la actualidad, procediendo con determinación para contener los efectos que la crisis global, la mayor que hemos visto en décadas, está teniendo en Chile.

### **La transmisión de la política monetaria**

La política monetaria del Banco Central opera en buena medida a través de afectar el costo del crédito, mediante su incidencia en el costo de fondeo de la banca. El principal instrumento del Banco Central para ello es la Tasa de Política Monetaria (TPM). Es importante destacar que el nivel que el Consejo escoge todos los meses para la TPM representa un objetivo para el costo de los préstamos entre bancos a un día plazo. Es decir, el Banco Central opera en el mercado interbancario buscando que la tasa de interés a la cual los bancos prestan y se piden prestado entre ellos a un día esté cercana a la TPM. Dado lo anterior, es importante aclarar cómo esta tasa de interés, que opera en un mercado muy específico y acotado (entre bancos y solo a un día plazo), incide en las decisiones de gasto e inversión que toman empresas y hogares incluso a varios años plazo.

La explicación para este fenómeno es que, bajo condiciones normales, es relevante no solo el nivel que tenga la TPM hoy, sino toda la trayectoria futura que espera el mercado siga dicha tasa de interés. Esto es lo que en definitiva afecta a toda la

---

<sup>\*</sup> Presentación ante la Comisión de Economía, Fomento y Desarrollo de la Honorable Cámara de Diputados.

estructura de tasas de interés. Es decir, por ejemplo, es mucho más importante para el costo de un crédito a cinco años el nivel de la TPM que se espera prevalezca durante los siguientes cinco años que solo su nivel actual.

Este fenómeno tiene implicancias de primer orden en la conducción, implementación y comunicación de la política monetaria. En efecto, aunque son sin duda importantes, las decisiones puntuales que adoptamos como Consejo en las reuniones de política monetaria no son el único elemento a la hora de definir las condiciones crediticias en la economía. También es de primer orden cómo percibe el mercado lo que va a ser la conducción futura, en los próximos años y meses, de la política monetaria. Esto nos lleva a que pongamos mucho cuidado en nuestra comunicación, de manera de que las decisiones que tomemos se perciban con la persistencia adecuada.

Un ejemplo nítido de este fenómeno es la política monetaria que el Consejo ha llevado a cabo en los últimos meses. Aunque la TPM se mantuvo constante en 8,25% en los últimos meses del año pasado, gracias a la forma de comunicar nuestras decisiones y la incorporación de un sesgo explícito, el nivel de la TPM esperado por el mercado a seis meses plazo cayó en forma significativa, empujando hacia abajo la tasa de captación a plazos más largos. Con posterioridad, las reducciones de la TPM que se han implementado este año han ido más allá de lo que esperaba el mercado, lo que ha reducido el costo de financiamiento (gráfico 1).

Lograr mantener una comunicación adecuada, transparente y creíble es entonces fundamental para que las decisiones de política monetaria tengan la incidencia que se necesita. Esto le da efectividad a la política monetaria. Es por esta razón que el Banco Central ha mantenido una política sistemática de comunicación y transparencia, mediante las presentaciones que hacemos como Consejeros, con nuestros Informes de Política Monetaria, y con los mecanismos de transparencia de nuestras decisiones de política monetaria, donde de hecho hemos realizado importantes innovaciones desde la reunión del jueves pasado. En la actualidad, ponemos en nuestra página web a disposición del público los antecedentes basados en información públicamente disponible antes de nuestras Reuniones de Política Monetaria.

### **El entorno actual: incertidumbre y riesgos**

La política monetaria es solo uno de los factores que inciden en el costo del crédito que enfrentan hogares y empresas. Otro factor que ha tomado una importancia significativa es el de las percepciones de riesgo y volatilidad que se han asentado en todos los mercados financieros. Esto se acentuó al agudizarse la crisis financiera global en septiembre del año pasado. En general, y a pesar de los esfuerzos de las autoridades económicas de las principales economías del mundo, estamos aún en un escenario de mucha incertidumbre. Ello tiene diversas implicancias, que inciden finalmente en las condiciones y costos para el financiamiento de empresas y personas no solo en Chile sino en todo el mundo.

En primer lugar, el costo y las condiciones para el financiamiento externo de la banca local se han vuelto más exigentes. Esto se aprecia en que, a pesar de que la banca ha podido acceder a créditos externos, estos han sido a plazos más cortos y con mayores márgenes por sobre las tasas de referencia externas. Ello refleja la difícil situación que

siguen atravesando las principales instituciones financieras globales y su reticencia a embarcarse en nuevos negocios. Esto no ha alterado la situación de liquidez en el mercado monetario local, la que se ha mantenido estable, aparte de situaciones de turbulencia transitorias a principios de octubre y que fueron abordadas por el Banco Central con la implementación de nuevas modalidades en el otorgamiento de liquidez.

En segundo lugar, el fuerte decaimiento de la actividad y el comercio mundial está teniendo efectos en el riesgo percibido respecto de los clientes de la banca a nivel global, aumentando la incertidumbre respecto de su capacidad de pago. A su vez, las empresas y hogares con situación financiera más holgada tienden naturalmente a postergar sus decisiones de endeudamiento y gasto, a la espera de una normalización del entorno financiero, por lo que la demanda por crédito se reduce. Todo lo anterior lleva a un encarecimiento del costo del financiamiento promedio de las economías y a que las condiciones bajo las cuales se otorga el crédito se tornen más estrictas. Se puede apreciar que los distintos indicadores de riesgo y volatilidad se encuentran bastante por encima de lo que observábamos antes de septiembre (gráfico 2). Como señalamos en nuestro *Informe de Política Monetaria* más reciente<sup>1</sup>, el recargo financiero en las condiciones de crédito de la banca en Chile ha tendido a reflejar justamente los mayores niveles de incertidumbre a nivel global y su impacto en la economía chilena.

Reitero que estos fenómenos están ocurriendo hoy en todas las economías del mundo, en algunos casos con implicancias catastróficas sobre sus niveles de actividad y la solvencia de sus instituciones financieras. Gracias a que como país nos preparamos durante mucho tiempo para enfrentar deterioros mayores del entorno económico internacional, las implicancias para Chile y nuestro mercado financiero han sido acotadas, sin cortes en el financiamiento sino que por el contrario con incrementos en el volumen total de créditos, y sin un proceso generalizado de insolvencia. Estas mismas precauciones han permitido que las políticas macroeconómicas, tanto la fiscal como la monetaria, tomen un cariz contracíclico nítido, buscando amortiguar los efectos de la crisis global en nuestra economía.

### **El traspaso de las reducciones de la TPM a las tasas de colocación**

Un elemento importante para el diagnóstico de cómo está marchando este esfuerzo contracíclico es la evaluación permanente que realizamos respecto de cómo nuestras decisiones están afectando las condiciones crediticias de hogares y empresas. Este no es un tema nuevo, y ya fue materia de estudio varios años atrás cuando la política monetaria del Banco Central estuvo en una trayectoria de relajamiento sostenido<sup>2</sup>. La evidencia que recopilamos en ese entonces se puede resumir en que las decisiones de política monetaria del Banco Central afectan el costo de financiamiento de la banca de manera muy rápida, mientras que afectan el costo del crédito en general después de algunos meses. Ese patrón de respuesta era similar al que se observaba en otras economías. En lo más reciente, hemos revisado dichos antecedentes<sup>3</sup>, y hemos concluido que, incluso en momentos de gran incertidumbre como los de los meses

---

<sup>1</sup> Banco Central de Chile (2009).

<sup>2</sup> Berstein y Fuentes (2003).

<sup>3</sup> Becerra, et al. (2009).

recién pasados, los recortes a la TPM se están reflejando en un costo del crédito menor para empresas y consumidores.

Un buen ejemplo es la trayectoria de la tasa de colocación para créditos comerciales de 30 a 89 días, la que se puede asociar al financiamiento de capital de trabajo. Esta tasa llegó a un nivel muy elevado hacia octubre del año pasado, pero desde principios de este año se ha reducido de manera significativa. Nuestra estimación de lo que habría ocurrido con este costo del crédito si no hubiésemos reducido la TPM en los 350pb entre enero y febrero es que dicha tasa de interés se ubicaría cerca de 250pb por encima de su niveles actual. Algo similar se puede apreciar en el caso de las colocaciones de consumo. El costo del financiamiento hipotecario, en tanto, ha sido menos sensible a los cambios en la TPM debido justamente a que son decisiones de crédito de largo plazo. Sin embargo, sin la caída de las tasas de interés de largo plazo, que ha sido en parte generado por el relajamiento monetario, las tasas hipotecarias se habrían mantenido significativamente por sobre lo que vemos hoy en día (gráfico 3). Estimamos que las decisiones recientes de política monetaria por tanto se han comenzado a traspasar a las condiciones de crédito que enfrentan hogares y empresas. Este traspaso debería continuar en el futuro cercano, sobre todo luego de la reducción de la TPM determinada por el Consejo del Banco Central la semana pasada. Esto es algo que seguiremos monitoreando, pues para nosotros es central que el traspaso de nuestra TPM a las tasas de mercado ocurra con normalidad. Esto cobra particular relevancia luego de la reciente y significativa baja de tasas que realizáramos el jueves recién pasado, la que esperamos resulte en bajas adicionales en las tasas de colocación del sistema bancario.

Este tipo de ejercicios permite también evaluar cuál ha sido el impacto de los mayores grados de incertidumbre, volatilidad y riesgo que han prevalecido desde septiembre a esta fecha. Si hacemos el ejercicio de preguntarnos dónde se ubicaría la tasa de colocación de no haberse producido la crisis crediticia global, vemos que estaría entre 50pb y 350pb por debajo de su nivel actual, siendo el efecto mayor para las tasa de colocación comercial y de consumo. En el caso específico de las colocaciones con letras hipotecarias, en buena medida el aumento de la tasa entre septiembre y diciembre pasados se puede asociar a las implicancias del entorno externo en la percepción de riesgo local (gráfico 4). Todo lo anterior muestra a cabalidad el impacto local de la fuerte incertidumbre y los altos riesgos que se desataron en septiembre pasado.

### **Otras fuentes de financiamiento no bancarias**

Si bien la banca local juega un rol fundamental en el financiamiento de hogares y empresas, especialmente a los clientes de menor tamaño, para las empresas de mayor tamaño son igualmente relevantes otras fuentes de financiación. Es así como un 45% de la deuda total de las empresas corresponde a deuda no bancaria, donde la deuda externa y los bonos locales son los componentes de mayor importancia. Lo anterior hace importante entender el comportamiento de las tasas de interés de estos tipos de deuda, a la hora de armar un panorama global de las condiciones financieras.

Sobre las condiciones de financiamiento externo, el Banco Central de Chile no tiene impacto directo. Al igual que la banca, las empresas chilenas enfrentan condiciones más exigentes en el actual contexto financiero internacional. No obstante, nuestros bancos y empresas siguen manteniendo un acceso normal a los mercados financieros

internacionales, en gran medida producto de un marco de políticas que asegura la solvencia de nuestra economía y un sistema financiero sólido.

En lo que concierne a los bonos locales, enero del 2009 fue un mes de una alta colocación de bonos corporativos. Por su parte, la tasa exigida a los bonos de empresa en el mercado secundario ha caído desde comienzos del 2009, con lo que estas se acercan a los niveles de septiembre del año pasado. Esta caída se debe exclusivamente a la caída en las tasas de los papeles del Banco Central ya que los márgenes entre los retornos de los papeles públicos y corporativos han aumentado significativamente desde septiembre, reflejando los mismos factores de riesgo global ya mencionados (gráfico 5).

## **Conclusiones**

La crisis financiera global ha impactado de manera severa los mercados de crédito en todo el mundo. En algunos desafortunados casos, de economías que enfrentaron esta debacle desde una posición inicial frágil, de elevado endeudamiento o crecimiento acelerado del crédito, ello ha llevado a fuertes ajustes en los precios de los activos locales, la actividad y el empleo, con muy duras consecuencias en el nivel de vida. Gracias a que nos preparamos como país durante mucho tiempo para enfrentar un deterioro del panorama externo, la política monetaria ha podido adoptar un nítido sesgo contracíclico, de forma de aminorar el efecto en Chile del cambio de las condiciones financieras globales.

Hemos apreciado que las agresivas reducciones de la TPM implementadas por el Consejo desde enero han comenzado a transmitirse al costo del crédito que enfrentan hogares y empresas. Es razonable esperar que dicho traspaso continúe en las próximas semanas, en particular luego de la rebaja de la TPM de la semana pasada. Sin embargo, una total normalización de las condiciones de demanda y de otorgamiento de crédito dependerá de que, a su vez, el entorno financiero global se apacigüe, tengamos mayor claridad sobre la estructura definitiva del sistema financiero global, y las perspectivas de crecimiento económico se asienten en las principales economías del mundo.

Con todo, es importante destacar que el análisis hecho aquí se ha enfocado en el costo del crédito para las operaciones que se han realizado. No obstante, la otra dimensión central del funcionamiento del mercado financiero es el acceso que los clientes tienen al crédito. Se ha observado en el último tiempo una desaceleración en las colocaciones. Es difícil separar cuanto de esto responde a la menor demanda o a la menor disposición de las instituciones financieras a otorgar crédito. En todo caso, nos parece importante que las instituciones financieras, bajo un adecuado manejo de riesgos, sigan otorgando crédito a empresas y hogares. Es por ello que compartimos el principio señalado por el Superintendente de Bancos, en cuanto a que en los momentos difíciles la banca debe acompañar a sus clientes y colaborar en la solución de sus problemas financieros.

Quisiera también informarles que, dentro de nuestro proceso de aumentar la transparencia, en particular en este caso en lo que respecta a la información pública relativa a las tasas de interés cobradas en operaciones de crédito, hemos decidido ampliar la información disponible sobre condiciones crediticias por plazo, moneda de reajustabilidad y tipo de colocación. De esta forma, a partir de hoy nuestra página web aumenta el nivel de detalle de la información sobre tasas de interés que pone a

disposición del público<sup>4</sup>. Parte de esta información fue utilizada en los resultados reportados en esta presentación.

Al igual que lo hicimos hace un año, al discutir la coyuntura cambiaria en la Honorable Cámara de Diputados, quiero señalar que actuamos con la convicción de que estamos tomando las mejores decisiones para darle estabilidad a nuestra economía y ampliar sus espacios de crecimiento. Monitoreamos de forma continua y cuidadosa la situación y la incorporamos como corresponde en nuestras decisiones de política monetaria.

Reitero, entonces, mi agradecimiento a la Comisión de Economía, Fomento y Desarrollo de la Honorable Cámara de Diputados y a su Presidente el señor diputado Antonio Leal por permitirme exponer aquí nuestros planteamientos. La seriedad en el manejo de la política monetaria y su formulación sobre sólidas bases técnicas es un factor relevante para asegurar la estabilidad en un entorno global tan volátil e incierto como el que estamos viviendo. Estimo que esta ha sido una gran oportunidad para venir a plantear nuestra visión sobre el traspaso de tasas de interés y la conducción de nuestra política monetaria.

Muchas gracias

## **Referencias**

Banco Central de Chile (2009), *Informe de Política Monetaria*, Enero.

Becerra, S., L. Ceballos, F. Córdova y M. Pedersen (2009), “Evolución Reciente de las Tasas de Interés de Colocación”, mimeo, Gerencia de División Estudios, Marzo.

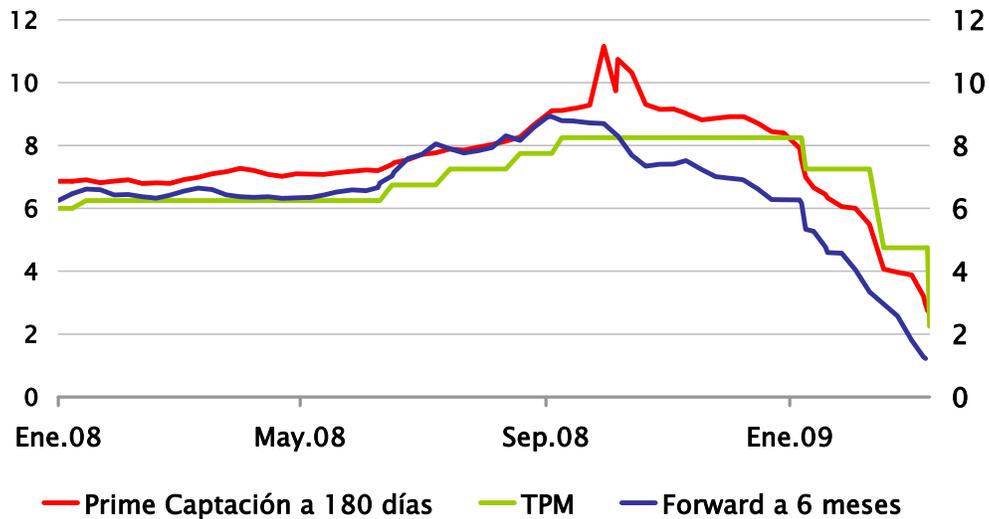
Berstein, S. y R. Fuentes (2003), “De la Tasa de Política a la Tasa de Colocación Bancaria: La Industria Bancaria Chilena”, *Economía Chilena*, Vol.6, No. 1, Abril.

Matus, J., D. Oda y N. Silva (2009) “Caracterización de las Colocaciones Bancarias en Chile”, Estudios Económicos Estadísticos No. 73, Banco Central de Chile, marzo.

---

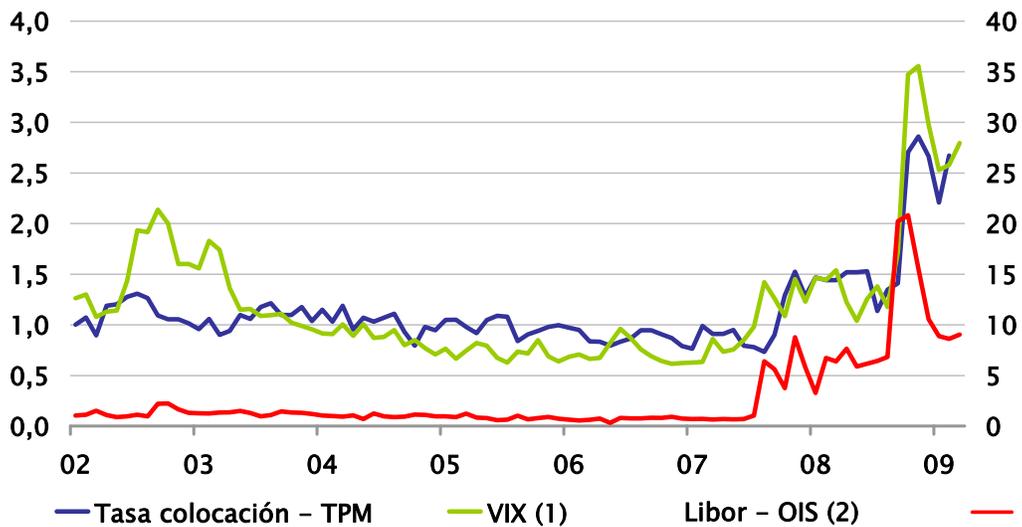
<sup>4</sup> Matus, et al. (2009).

Gráfico 1  
**Tasa de política monetaria, tasa de captación y curva *forward***  
 (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 2  
***Spread* tasa de colocación respecto de la TPM y otras variables financieras**  
 (índice, promedio enero 2002–julio 2007=1)

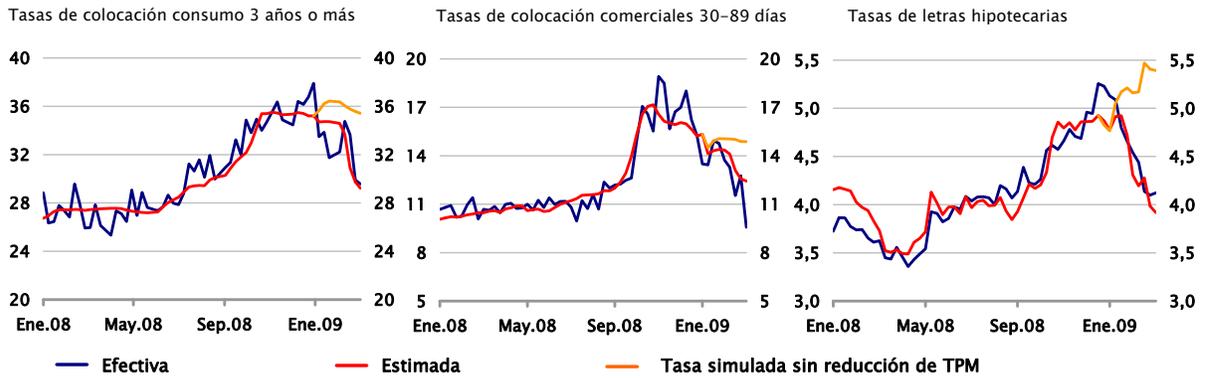


(1) El índice VIX mide la volatilidad implícita en el mercado accionario de EE.UU.

(2) El *spread* Libor - OIS mide la diferencia entre el costo de financiamiento en dólares de la banca en el mundo y una medida de expectativas de tasa de política en EE.UU.

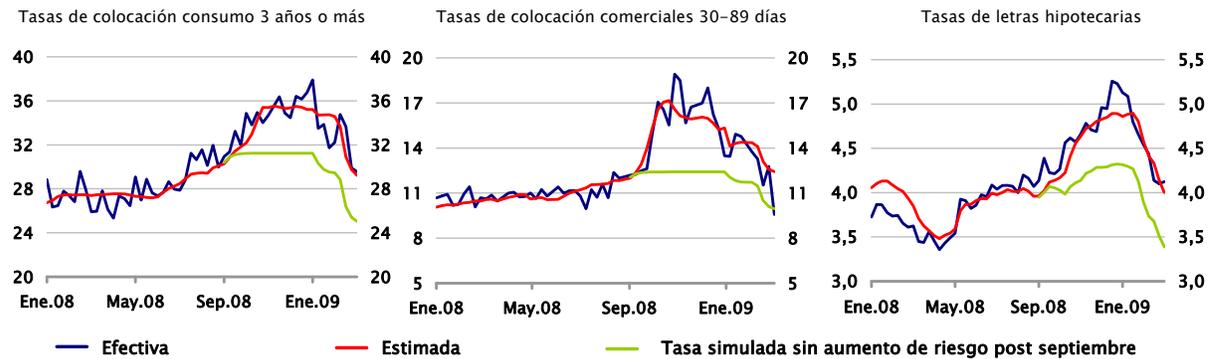
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

**Gráfico 3**  
**Tasas de colocación: efectos de la reducción de TPM**  
 (porcentaje)



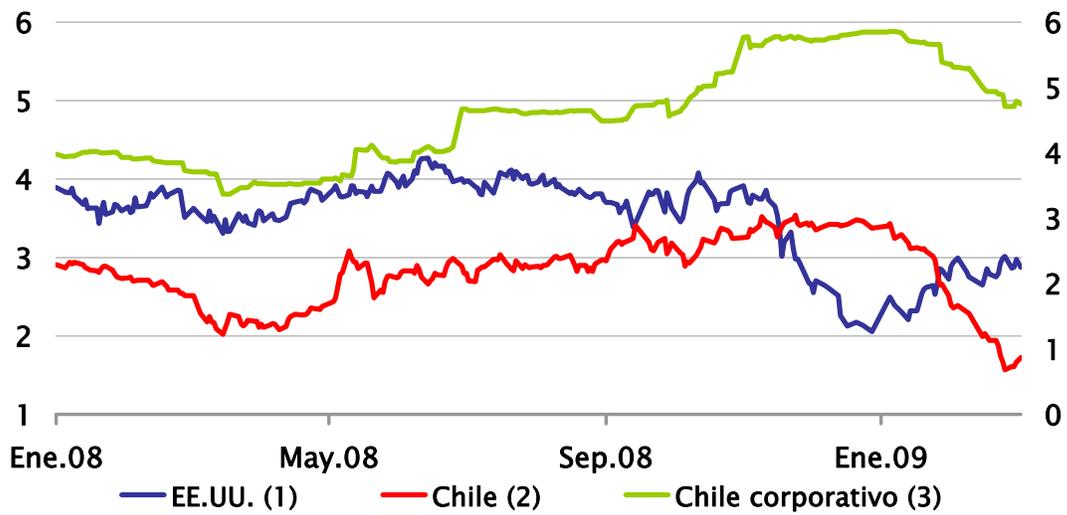
Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico 4**  
**Tasas de colocación: efectos del aumento del riesgo**  
 (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 5  
**Tasas de interés de largo plazo y de bonos corporativos**  
 (porcentaje)



- (1) Corresponde a las tasas nominales a 10 años de EE.UU.
- (2) Corresponde a la tasa de los BCU-5 del Banco Central.
- (3) Corresponde a la tasa de los bonos corporativos locales a 5 años.

Fuentes: Banco Central de Chile y LVA índices.