

DOCUMENTOS DE POLÍTICA ECONÓMICA

BANCO CENTRAL DE CHILE



**Esquema de Metas de Inflación en Economías
Emergentes**

José De Gregorio

N.º 18 - Octubre 2006

**ECONOMIC POLICY PAPERS
CENTRAL BANK OF CHILE**



BANCO CENTRAL DE CHILE

CENTRAL BANK OF CHILE

La Serie de Documentos de Política Económica, del Banco Central de Chile, divulga el pensamiento de las autoridades de la institución sobre la economía chilena y la conducción de la política monetaria. Esta Serie es una instancia de difusión y discusión de tópicos relevantes para los objetivos y el accionar del Banco Central, dirigida a un público más amplio que el de los especialistas.

The Series of Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile presents views and analyses of the Chilean economy and the conduct of monetary policy prepared by Bank authorities. This series, aimed at the general public, disseminates and discusses topics that are relevant to the goals and operations of the Central Bank.

Documentos de Política Económica del Banco Central de Chile
Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile
ISSN 0717 - 7151

Agustinas 1180 - Santiago, Chile
Teléfono: (56-2) 6702475; Fax: (56-2) 6702231

ESQUEMA DE METAS DE INFLACIÓN EN ECONOMÍAS EMERGENTES

José De Gregorio*
Banco Central de Chile
Junio 2006

El número de países que ha adoptado un esquema de metas de inflación para conducir la política monetaria es alto y creciente, y mucho mayor aun el de los que declaran usar metas de inflación (FMI, 2005, cap. 4). Se ha planteado incluso que el FMI debería instituirlo como recomendación de manejo macroeconómico. A veces pareciera que basta con enunciar una proyección de inflación sobre un horizonte de un año para declararse “inflation targeter”. Sin embargo, existe un consenso bastante generalizado sobre cuáles son las características de diseño e implementación de un esquema pleno de metas de inflación, como es también de consenso cuáles son los aproximadamente 25 países industriales y economías emergentes en el mundo que aplican hoy un esquema pleno de metas, incluyéndose en dicha lista a cinco países latinoamericanos. En particular, quisiera referirme a los siguientes puntos:

- ¿Ignoran los esquemas de metas de inflación el desempleo?
- ¿Cómo son los esquemas de metas de inflación en la práctica?
- ¿Qué rol cumplen el tipo de cambio y los precios de los activos?

Las metas de inflación y el desempleo

Un elemento importante en la discusión pública es la percepción —equivocada— de que cuando un banco central formula la meta para la conducción de su política monetaria en términos de la inflación, está ignorando el desempleo o el crecimiento.¹ Los bancos centrales son catalogados por sus críticos como obsesivos antiinflacionarios, que de lo único que hablan es de la inflación, que están desconectados de la realidad y que no les interesa el desarrollo del país o el bienestar de la población, más relacionado con variables reales como el ingreso y el consumo. Sin embargo, esto no es así, y aunque es algo bien sabido en teoría económica, no es muy comprendido por el público en general, en particular el público no especialista.

Los economistas y banqueros centrales tal vez hemos sido incapaces de transmitir plenamente dos ideas fundamentales en la conducción de la política monetaria:

1. La inflación baja y estable es condición necesaria para el progreso de los países.
2. Los esquemas de metas de inflación sí toman en cuenta el desempleo.

* Preparado para la Conferencia Anual del Banco Central de la República Argentina, *Política Monetaria y Estabilidad Financiera: De la Teoría a la Práctica*, Buenos Aires, 5 y 6 de junio. Quisiera agradecer a María Cristina Betancour, Jorge Desormeaux y Klaus Schmidt-Hebbel por sus valiosos comentarios. Las opiniones expresadas aquí son de mi exclusiva responsabilidad y no representan necesariamente al Banco ni al resto de su Consejo.

¹ Este tema es discutido en mayor detalle y más formalmente en De Gregorio (2006).

En lo que se refiere al primer punto, abandonar el objetivo inflacionario sólo terminaría reduciendo el bienestar y el crecimiento de largo plazo. Existe mucha literatura analítica y empírica que avala los beneficios de tener una inflación baja y estable.² Sin embargo, para mantener la inflación baja y estable es necesario pagar los costos que implica una reducción de la demanda cuando las perspectivas de inflación son crecientes, y facilitar un mayor grado de expansión cuando la inflación esperada es baja. La estabilización debe ser simétrica para que la política monetaria sea creíble, lo que a su vez permite reducir los costos de cumplir con el objetivo inflacionario.

En relación con el punto 2, y que es que las metas de inflación sí toman en cuenta el desempleo, me gustaría elaborarlo en el resto de esta sección pues considero que es en el que existe menos comprensión pública.

En primer lugar, es necesario reconocer que en el largo plazo no hay *tradeoff* entre inflación y desempleo. Así, una vez que la economía se estabiliza, la tasa de desempleo se ubica en su tasa natural, también conocida como NAIRU (por su sigla en inglés *non-accelerating-inflation rate of unemployment*), y el producto alcanza su nivel de pleno empleo, también llamado producto potencial. Este nivel de desempleo y producción no depende de la tasa de inflación. A lo sumo, habría una relación negativa entre la inflación y el crecimiento potencial.³

Antes de continuar, se debe clarificar que la tasa natural de desempleo no tiene ninguna connotación de optimalidad desde el punto de vista del bienestar. Es simplemente la tasa a la que converge el desempleo una vez que los precios en la economía son plenamente flexibles. ¿Es 4, 6 o 10%? Eso depende de la estructura de la economía y, en particular, de las características de su mercado del trabajo, y no de la tasa de inflación. Es así como en los años ochenta, en varias economías europeas la tasa natural de desempleo era superior a los dos dígitos. De hecho, fue para enfatizar que esta tasa no tenía nada que ver con la tasa de desempleo óptima desde el punto de vista social, que en Europa se acuñó la expresión NAIRU para la tasa de desempleo que no acelera la inflación. Si se quisiera tener un desempleo menor que esta tasa natural no bastaría con subir la inflación, sino que habría que acelerar el ritmo inflacionario. Por ello, la tasa natural puede ser muy alta desde el punto de vista social, pero para reducirla se requiere mirar más al funcionamiento del mercado del trabajo y de los mercados de bienes que a la política monetaria.

Sin embargo, en el corto plazo hay un conflicto entre inflación y desempleo o, dicho de otra forma, en el corto plazo se puede, a través de cambios en la política monetaria, afectar la inflación, también afectando el nivel de actividad. Desde el punto de vista del bienestar, tanto las desviaciones de la inflación de su meta como las desviaciones del producto de su nivel de pleno empleo (la brecha del producto) tienen costos. En el caso de un shock de demanda, no hay conflicto para la política monetaria, porque ella

² Una discusión introductoria se presenta en De Gregorio (2003).

³ Es posible considerar efectos más complejos, como la histéresis, que plantea que el desempleo de largo plazo depende de la evolución del desempleo hacia el largo plazo. La discusión del texto sería la misma si incluyéramos efectos de histéresis. Lo que ocurre es que este tipo de efectos da razones para justificar gradualidad en las estabilizaciones, lo que se contraponen a veces con la necesidad de establecer credibilidad. En todo caso, estos efectos parecieran ser relevantes solo en situaciones extremas, o más bien de crisis, cuando se producen recesiones profundas y prolongadas.

corregirá en la misma dirección las desviaciones de la inflación respecto de la meta y del empleo respecto de la NAIRU. Cuando se desea reducir la inflación, la política monetaria más contractiva reducirá la demanda agregada, lo que hará contraer el producto y el empleo. La caída del producto debilita las presiones inflacionarias, porque se reducen las demandas salariales y los incentivos de las empresas para aumentar sus precios.

Desde el punto de vista del bienestar, tanto las desviaciones de la inflación de su meta como las desviaciones del producto de su nivel de pleno empleo tienen costos en términos de bienestar. Por lo tanto, si la inflación sube, será razonable disminuir en el margen la actividad para evitar que la inflación siga subiendo. Contrariamente, cuando la inflación baja, es razonable permitir que el producto se expanda, lo que a su vez debiera permitir que la inflación suba hacia su meta.

Algo más complejo ocurre con los shocks de oferta, que generan caídas del producto y aumentos de la inflación, combinación que representa un conflicto para la conducción de la política monetaria. En este caso la respuesta dependerá de cuán permanentes o transitorios sean sus efectos, de la capacidad que tenga la economía de absorberlos sin que haya repercusiones inflacionarias adicionales y de las aversiones relativas de la autoridad monetaria respecto de la volatilidad de la inflación y del producto. La respuesta inflacionaria a los shocks de oferta dependerá a su vez de la credibilidad de la meta de inflación y la confianza del público en las autoridades monetarias. Precisamente porque las autoridades toman en consideración los costos del menor nivel de actividad en que se incurrirá al intentar llevar la inflación a su meta, es que la meta no es estricta. En la práctica se permite que el ajuste ocurra en un lapso de tiempo lo suficientemente prolongado como para que los shocks inflacionarios transitorios se deshagan sin tener que contraer el producto en forma excesiva. Así es posible que los efectos de un shock transitorio por el lado de la oferta se deshagan, sin necesidad de tener una respuesta agresiva de política monetaria.

Si en el largo plazo la inflación converge a su meta y el producto al pleno empleo, uno se podría preguntar porqué no se define el objetivo de política monetaria en términos del producto de pleno empleo, dejando que la inflación se ajuste a la consecución de este objetivo. Es decir, si tanto el producto converge al pleno empleo como la inflación a su meta, porqué no invertir la formulación del objetivo: una meta de pleno empleo, con un rango, y que la inflación se ajuste.

Tal solución es muy inconveniente por dos razones. En primer lugar, la ventaja de especificar el objetivo de estabilidad macroeconómica en términos de una meta de inflación evita las dificultades de definir dos objetivos que podrían resultar incoherentes entre sí. Por ejemplo, definir una cota a la variación del producto en conjunto con una meta de inflación explícita podría hacer que ambos objetivos fueran incompatibles con la estructura de la economía. Especificar la meta de política macroeconómica en términos del nivel de actividad tiene el gran inconveniente de que no sabemos cuál es el producto de pleno empleo, tenemos sólo estimaciones imperfectas. En consecuencia, esto podría conducir a una aceleración inflacionaria cuando se persiguiera un desempleo muy bajo, o a una desaceleración inflacionaria si se subestimara el producto de pleno empleo. Un ejemplo histórico de lo primero es la política monetaria de EE.UU. de comienzos de la década de 1970, que perseguía alcanzar un nivel de producto que sólo ex post fue reconocido como superior al producto de pleno empleo, lo que llevó a una

espiral de inflación creciente de precios y de salarios y luego a controles de los mismos y cuya corrección, a comienzos de los ochenta, costó una gran pérdida de producto y empleo, y en América Latina detonó la crisis de la deuda.

La segunda razón es el motivo fundamental por el que se elige una meta de inflación (u otra ancla nominal). La política monetaria tiene que ver con los precios y la inflación. El definir una meta de inflación permite anclarla. La alternativa de elegir un ancla real, como sería una meta de producto, implicaría que la inflación estaría indeterminada. Es decir, cualquier nivel de tasa de inflación puede resultar si se fija una meta real. Por otra parte, las variables reales, como el producto, están fuera del ámbito de aquellas que puede afectar permanentemente la política monetaria. Para evitar esto, es esencial fijar la meta como un objetivo cuantitativo para la inflación, proveyendo un ancla nominal a la economía.

Por lo tanto, cuando los bancos centrales fijan su meta de inflación dentro de un rango de tolerancia y con un horizonte de uno o más años para lograr su objetivo, están considerando ambos, los costos de la inflación y los costos del desempleo.

Metas de inflación en la práctica

En rigor podríamos pensar que los bancos centrales deberían definir su objetivo enunciando una meta rango e indicando el porcentaje del tiempo que desean cumplir con el rango. Ello es equivalente a decir que los bancos centrales deberían anunciar la media y la variabilidad de la inflación objetivo.

Debido a que la inflación no se puede controlar en el corto plazo, es posible definir como objetivo intermedio la convergencia de la inflación a la meta, en un horizonte de política que tome en cuenta tanto los costos de alcanzar la meta de inflación como los rezagos con que opera la política monetaria. Por lo general, este horizonte se define entre uno y tres años.

En la práctica existe incertidumbre sobre los mecanismos de transmisión y la estructura de la economía. Esto es particularmente válido en economías emergentes, porque su estructura cambia con más frecuencia con los también más usuales cambios de régimen de políticas. Esto dificulta ser muy preciso en la definición del esquema de metas de inflación. Cuando la política monetaria se define por un tipo de cambio o por agregados monetarios, el monitoreo es muy fácil. Basta ver si el tipo de cambio está en el nivel deseado o si los agregados monetarios evolucionan de acuerdo con los anuncios para evaluar el cumplimiento de los objetivos de política monetaria. Sin embargo, las anclas cambiarias y monetarias se usan cada vez menos, pues son menos eficientes para conducir la política monetaria.

En el caso de las metas de inflación, se debe reconocer que la inflación no es controlable por el banco central en el corto plazo. Ahora bien, las desviaciones de la meta pueden ocurrir por incontabilidad genuina o porque el banco central no está adoptando una política monetaria coherente con su meta de inflación. Por tal razón, bajo una meta inflacionaria, la comunicación y rendición pública de cuentas por parte del banco central es muy importante. Por ello, la mayoría de los bancos centrales que siguen metas de inflación preparan informes de inflación periódicos para reportar y

explicar el comportamiento de la inflación y su coherencia con las decisiones de política monetaria. Esto aumenta la credibilidad de la política monetaria y fortalece el compromiso con la meta de inflación.

Pero también es necesario que la política monetaria sea predecible y transparente para mejorar su efectividad. Lo primero es deseable porque evita ajustes bruscos en los precios de los activos financieros. Además, permite que la política monetaria y sus perspectivas de evolución futura se transmitan a toda la estructura de tasas de interés. De hecho, la política monetaria determina con bastante precisión la tasa de interés interbancaria, pero la demanda agregada depende de tasas de más largo plazo. El capital de trabajo depende de tasas que van de tres meses a un año, y la inversión de tasas aun más largas. En la medida en que las señales de política monetaria provean información útil para que el mercado forme sus expectativas, toda la estructura de tasas estará afectada por la política monetaria y en consecuencia ésta será más efectiva.

Sin embargo, hay límites al compromiso previo con las tasas y al control de las mismas. En primer lugar, no sería conveniente fijar la tasa de política interbancaria para, por ejemplo, los próximos seis meses. La razón es que la política monetaria debe ser capaz de responder oportunamente a los eventos de corto plazo, para así poder ir corrigiendo el curso de la política monetaria y cumplir con la meta de inflación.

La transparencia también puede tener límites, y precisamente estos están relacionados con la efectividad de la política monetaria, la independencia con que se toman las decisiones, y la capacidad de que la discusión acerca de la política monetaria sea tan franca y productiva como sea posible. Por ejemplo, en muchos casos las minutas de política monetaria no indican los nombres de quienes adoptan una u otra posición. En este caso, más importante es el tenor de la discusión, y dar nombres podría incluso limitar lo que alguien quiera decir, afectando la capacidad de actuar con independencia. Cómo se implementa en cada país la transparencia es específico a cada caso y su tradición institucional, aunque ciertamente se necesitan elevados grados de transparencia para asegurar una política monetaria efectiva en el marco de metas de inflación.

Otro elemento importante es el régimen cambiario. Si la economía es abierta financieramente, adoptar una política monetaria independiente (es decir, fijar la tasa de interés) y controlar el tipo de cambio en forma simultánea es imposible. Esto es conocido como la “trinidad imposible”. No se puede controlar el tipo de cambio, la tasa de interés y estar abierto a los flujos de capitales. De manera que un régimen de flotación cambiaria es un requisito para tener un esquema de metas de inflación efectivo. En la siguiente sección me referiré con más detalle al rol que juega el tipo de cambio en los esquemas de metas de inflación.

Si se quiere adoptar un esquema de metas de inflación con todos sus componentes, hay que cumplir un conjunto de requisitos, entre los cuales la credibilidad de la política monetaria es crucial. Es por ello que la mayoría de los países, incluido Chile, empiezan con un esquema más primario, sobre la base de metas de inflación para el año calendario. Muchas veces esta meta es más bien una proyección de lo que se espera sea la inflación y, en la medida en que sea coherente con un ritmo razonable de reducción de esta, se puede adoptar como meta. Este es un primer paso, que al menos va acompañando a un proceso de consolidación de tasas de inflación bajas y denota un

grado de compromiso con ellas. Sin embargo, no se puede plantear que son metas de inflación plenas, porque la meta se define en un horizonte en el cual la política monetaria tiene pocos efectos o más bien los efectos siguen en períodos para los cuales no hay meta. Esta estrategia corre los riesgos de poner presión en el tipo de cambio y de incurrir en excesiva volatilidad de tasas de interés si el período de cumplimiento se va acortando.

Asimismo, el instrumento por excelencia de las metas de inflación es la tasa de interés, en algunas ocasiones complementada con el seguimiento de los agregados monetarios. Esta instrumentación de la política monetaria también depende del grado de desarrollo del mercado financiero y de la capacidad de fijar tasas interbancarias, porque algunas veces ni siquiera existe mercado interbancario.

Por último, un aspecto muy relevante en economías emergentes son algunos requisitos institucionales. En primer lugar, se debe tener un banco central independiente, que permita efectivamente establecer un horizonte de política que vaya más allá de los horizontes políticos y electorales. Asimismo, para evitar la subordinación de la política monetaria a la política fiscal hay que tener una situación fiscal sólida que elimine las posibilidades de financiamiento inflacionario, el que restaría credibilidad a la meta.

El rol del tipo de cambio y los precios de activos

A raíz de la burbuja de las acciones tecnológicas en Estados Unidos, unos años atrás hubo una importante discusión sobre si el Fed debería haber reaccionado subiendo las tasas, incluso en un escenario donde no había signos de inflación, para así evitar que la burbuja siguiera creciendo. Quienes dicen que se debería haber actuado anticipadamente, sostienen que la recesión que siguió al ajuste bursátil se podría haber atenuado. Sin embargo, en el otro lado se argumenta que la política monetaria no habría sido efectiva o no habría sido necesaria, porque igualmente la burbuja, al desinflarse, habría llevado a una recesión.

Este es ciertamente un problema de segundo orden en comparación con el dilema que enfrenta la mayoría de las economías emergentes, cual es qué hacer con el tipo de cambio; en particular, si atender o no la preferencia por tener un tipo de cambio real competitivo. Esta preferencia es natural después de todas las desastrosas experiencias con masivos atrasos cambiarios bajo esquemas de inflexibilidad cambiaria y las crisis que les siguieron, así como con el objetivo de hacer las economías más abiertas y competitivas. Hay muchas razones que justifican un régimen de tipo de cambio flexible y éste no es el lugar para discutirlos. Aquí me concentraré sólo en cómo entra el tipo de cambio en el esquema de metas de inflación.

Ha habido mucha discusión acerca de si el tipo de cambio debería o no afectar la decisión de política monetaria, vale decir, la fijación de la tasa de interés de política. En el contexto de la regla de Taylor, es decir la regla implícita que se usa para fijar la tasa de interés, la pregunta es si el tipo de cambio debería o no ser un argumento independiente de la regla. En un contexto más general, es importante pensar que más que una regla mecánica para fijar la tasa de interés, lo que se debe considerar es cuál es la trayectoria de tasas coherente con la meta de inflación. El tipo de cambio, en la medida en que afecta las perspectivas inflacionarias, debe ser una variable relevante a

considerar al momento de decidir la política monetaria. Su efecto sobre la inflación de precios al consumidor es mucho más evidente que sobre el precio de otros activos, como las casas o las acciones. Por ejemplo, supongamos que inesperadamente el tipo de cambio se aprecia en una magnitud importante. A pesar de que los coeficientes de traspaso son relativamente bajos, en particular en países que siguen una meta de inflación y tienen un banco central independiente,⁴ una apreciación significativa debería reducir las presiones inflacionarias y, por lo tanto, abrir espacio para un relajamiento monetario, lo que a su vez reduciría la presión cambiaria y constituiría una mejor garantía del cumplimiento de la meta de inflación.

En Chile hace poco enfrentamos ese dilema. Desde septiembre del año 2004, el Banco Central de Chile ha estado normalizando la política monetaria, en el sentido de acercarla a su nivel neutral, después de haber llevado la tasa de interés de política monetaria a un valor de 1,75%. Desde entonces, la tasa de política se ha aumentado hasta situarla hoy día en 5%. La estrategia hasta ahora ha sido ir retirando el estímulo monetario de manera pausada, lo que se ha hecho en aumentos de 25pb a la tasa. Se ha subido 13 veces la tasa de interés en 21 reuniones de política monetaria. Después de haber incrementado las tasas en septiembre, octubre y noviembre del 2005, se observó una apreciación importante del peso, motivada en gran parte por la excepcional alza del precio del cobre. El Consejo del Banco decidió mantener la tasa en diciembre y enero, lo que no fue tan anticipado como en decisiones anteriores, argumentado en su comunicado de diciembre que: “La inflación anual del IPC y su proyección de corto plazo han descendido, influidas por la rápida normalización del precio de los combustibles y la significativa apreciación del peso”. Por primera vez se mencionaba la evolución del tipo de cambio en un comunicado del Banco, pero se consideró razonable después de la apreciación cambiaria observada en meses previos, reflejada en una apreciación acumulada de 12% en los seis meses precedentes, afectando en forma importante a la proyección de inflación futura. Esta apreciación causó dos pausas en el proceso de alzas de la tasa de política, en diciembre de 2005 y enero de 2006, las que algunos meses atrás no eran esperadas.

En este contexto, el tipo de cambio afectó la decisión de política monetaria, pero por su efecto sobre la inflación, sin consideraciones adicionales de competitividad o volatilidad cambiaria. Ciertamente en nuestros modelos de proyección, así como en nuestra manera de ver el esquema de meta de inflación, las fluctuaciones del tipo de cambio son parte del ajuste de la economía al pleno empleo y de la inflación a su meta. De esta forma, cuando el tipo de cambio tiene efectos sobre las proyecciones de inflación, la política monetaria debe tomarlo en cuenta. Por ejemplo, si el tipo de cambio se deprecia y comienza a afectar la inflación, un alza de la tasa de interés ayudará a alcanzar la meta de inflación por la vía de su impacto sobre el gasto en inversión y consumo de bienes durables y su efecto sobre el tipo de cambio que reduce la demanda externa. En todo caso, cabe destacar la importancia de analizar las razones tras las variaciones del tipo de cambio. Si la depreciación ocurre por un mal escenario externo, esto podría reducir las perspectivas inflacionarias y por ello la reacción de política monetaria no será necesariamente un alza de la tasa de interés.

Sin embargo, ésta no es la única forma en que el tipo de cambio puede afectar las decisiones de política monetaria. Por lo general, los bancos centrales también tienen

⁴ Ver Céspedes y Valdés (2006).

como objetivo el velar por la estabilidad financiera. En Chile, este objetivo se plantea en la ley orgánica constitucional que nos rige como el “normal funcionamiento de pagos internos y externos”. Esto se interpreta como que se deben evitar crisis financieras y cambiarias, o desequilibrios financieros y cambiarios que puedan poner en riesgo la estabilidad. Sin duda una forma de lograrlo es por la vía de un tipo de cambio flexible, pero eso no descarta que pueda haber burbujas en el tipo de cambio que amenacen la estabilidad financiera. En este caso podemos pensar que es posible que el tipo de cambio no esté respondiendo a sus determinantes fundamentales y que se observe excesiva especulación a favor o en contra de la moneda. Por otra parte, debemos también reconocer que nuestros modelos macroeconómicos de proyecciones que usamos para la conducción de la política monetaria bajo metas de inflación son limitados, y en ellos no ocurren crisis porque no contemplan la fragilidad financiera. Estos modelos, por ejemplo, no dejan espacio para crisis financieras ni problemas de liquidez en los mercados cambiarios. De hecho, los modelos más modernos de economía abierta enfrentan dificultades para anclar el nivel de precios o generar fluctuaciones en la cuenta corriente. Aquí es necesario usar información complementaria, así como otras vías para analizar la coyuntura, y el juicio de las autoridades es fundamental para evaluar los riesgos que pongan en peligro la estabilidad financiera.

Por ello, hay que estar atento a la posibilidad de que se generen desalineamientos cambiarios que amenacen la estabilidad macroeconómica. En dichos casos se puede considerar el llegar a decretar la suspensión transitoria del funcionamiento de la política de metas de inflación, en particular en lo que respecta a la flotación cambiaria limpia o libre. Es decir, se puede considerar la implementación de intervenciones en el mercado cambiario.

Estas intervenciones se justifican en respuesta a movimientos del tipo de cambio importantes y que no responden a sus fundamentos, en la medida en que no impliquen desviar el curso de la política monetaria de forma indeseada. En el caso de Chile, cuando el sistema cambiario de convertibilidad de Argentina entró en crisis a mediados del año 2001, el tipo de cambio chileno se depreció aceleradamente sin que hubiera razones fundamentales. Nuestras relaciones comerciales y financieras no justificaban dicho movimiento, y tampoco lo hacían nuestras condiciones macroeconómicas. Esto ocurrió, además, en un momento en que había exceso de capacidad y las presiones inflacionarias subyacentes estaban muy por debajo de la meta. Sin embargo, el aumento del tipo de cambio podría haber terminado induciendo un alza de tasas de interés cuando, desde el punto de vista de la actividad, la economía tenía espacio para crecer. En consecuencia, se decidió intervenir por un período limitado y con montos máximos predeterminados. El propósito de esta intervención fue detectar si había o no un movimiento especulativo no justificado por los fundamentos. De ser efectiva la intervención, se acabaría la burbuja y el tipo de cambio se ajustaría a sus valores de equilibrio. De no ser efectiva, el costo sería acotado, y las circunstancias justificaban tomar una decisión que ciertamente envolvía riesgos. Con posterioridad a la intervención, la tranquilidad cambiaria retornó, y esto permitió iniciar un proceso de reducción de tasas de interés que se había postergado precisamente por las turbulencias regionales.⁵ Hay que agregar que además en el período de intervención ocurrieron los

⁵ El retraso de la rebaja de tasas, plenamente justificado por la turbulencia regional y cambiaria, quedó en evidencia debido a que dos años después la inflación estaba debajo del rango meta. El no haber intervenido podría haber retrasado aun más esta reducción de tasas.

ataques a las Torres Gemelas de septiembre del 2001, los que agregaron volatilidad adicional a los mercados emergentes.

Las turbulencias en los mercados resurgieron, previas a las elecciones presidenciales en Brasil del año 2002, e indujeron otro período acotado de intervención, aunque sus efectos fueron menos evidentes que los de la primera vez y probablemente la intervención fue menos efectiva.⁶ En este sentido, se puede pensar que el régimen de tipo de cambio flexible se ha ido perfeccionando con el tiempo y haciéndose menos vulnerable a turbulencias que no deberían impactar en los fundamentos. Por otra parte, el usar repetidamente el mecanismo de intervención puede quitar credibilidad al esquema cambiario y generar especulación contra el banco central.

Por último, quiero referirme al objetivo de tener un “tipo de cambio real competitivo” que promueva las exportaciones. Esta discusión es similar a la de la tasa natural de desempleo, es decir, los determinantes fundamentales del tipo de cambio están fuera del ámbito de la política monetaria. Una vez que se decide tener una economía financieramente integrada con metas de inflación, es difícil tratar de manejar el tipo de cambio nominal, y menos el tipo de cambio real. Si se desea afectar el tipo de cambio real en niveles incoherentes con sus fundamentos, podemos terminar generando inflación, la que se encargará de apreciar el tipo de cambio real hacia su nivel de equilibrio. Defender el tipo de cambio para graduar una apreciación puede ser muy inconducente, porque estimula la entrada de capitales de corto plazo y presiones cambiarias adicionales.

Es cierto que hay países que han logrado controlar el tipo de cambio, en particular China y Costa Rica, pero la gran diferencia con Chile es su limitada movilidad de capitales. En la mayoría de las economías latinoamericanas, los altos grados de integración financiera hacen que incluso los controles de capitales sean de muy dudosa efectividad. Más aún, la opción de integrarse financieramente a la economía mundial trae beneficios significativos en materia de suavizar los shocks externos y proveer financiamiento a economías con escaso capital. Sin embargo, como muestra la evidencia, es necesario tener una estructura institucional sólida para beneficiarse de esta integración, de otro modo se puede poner a las economías pequeñas en una situación muy vulnerable (Prasad et al., 2004). La política monetaria no puede afectar el tipo de cambio real en el mediano o largo plazo, pero sí lo pueden hacer sus determinantes fundamentales: la apertura comercial, la productividad de la economía, la política fiscal, los activos internacionales netos y los términos de intercambio. Las tasas de interés provocan fluctuaciones del tipo de cambio, y una buena política monetaria debería permitir fluctuaciones estabilizadoras, coherentes con las funciones del tipo de cambio como absorbedor de shocks y como un precio clave que si se desajusta puede traer consecuencias costosas. De otro modo, la volatilidad se estará reflejando en el producto y el empleo, en las tasas de interés y en los precios de los activos.

⁶ Ver De Gregorio, Tokman y Valdés (2005) para una discusión adicional sobre la política cambiaria en el marco de metas de inflación y la experiencia chilena.

Referencias

- Céspedes, L. y R. Valdés (2006), “Autonomía de Bancos Centrales: la Experiencia Chilena”, *Economía Chilena* Vol. 9, No. 1, pp. 25-45.
- De Gregorio, J. (2003), “El Banco Central y la Inflación”, Documento de Política Económica No. 5, Banco Central de Chile.
- De Gregorio, J. (2006), “Metas de Inflación y el Objetivo de Pleno Empleo”, Documento de Trabajo No. 364, Banco Central de Chile.
- De Gregorio, J., A. Tokman y R. Valdés (2005), “Tipo de Cambio Flexible con Metas de Inflación en Chile: Experiencia y Temas de Interés”, Documento de Política Económica No. 14, Banco Central de Chile.
- FMI (2005), *World Economic Outlook*, Washington DC: Fondo Monetario Internacional, octubre.
- Prasad, E., K. Rogoff, S.-J. Wei y K. Ayhan (2004), *Effects on Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, Occasional Paper No. 220, Washington DC: Fondo Monetario Internacional.