

# LA CONDUCCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Vittorio Corbo  
Banco Central de Chile

# TEMAS

- I. Introducción.
- II. Formas de Hacer Política Monetaria.
- III. ¿Puede la Política Monetaria afectar el Desempleo y el Crecimiento?
- IV. El Esquema de Metas de Inflación.
- V. Banco Central y Estabilidad Financiera.

# Introducción

- En los últimos veinte años se ha redescubierto el valor de lograr y mantener una inflación baja.
- Una inflación baja mejora el contenido de información de los precios (en el espacio y en el tiempo), contribuyendo así a mejorar la eficiencia, promover la inversión y 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 juega un papel central la Política Monetaria.

## II. Formas de Hacer 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 y son muy vulnerables a ataques en países con acceso a capitales externos.
- 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 ventajas:
  - Cuando están acompañados por una política monetaria **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 un agregado monetario 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 la inflación y un agregado monetario, especialmente por 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

# Política Monetaria

- La efectividad de la política monetaria depende de su credibilidad.
- ¿Qué es efectividad?
  - Capacidad de influenciar precios claves y que éstos influyan en agregados macro
- ¿Qué es credibilidad?
  - Lo que el mercado entiende con respecto a: preferencias y vocación del BC; su capacidad para entender el estado de la economía y los efectos de la PM y su libertad para utilizar los instrumentos.

# 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 Desempleo y el Crecimiento?

# Política Monetaria y Desempleo

- 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 Desempleo

- La evidencia muestra que no se puede comprar – en forma permanente– un menor desempleo con una mayor inflación.
- Intentar esto último resulta en una aceleración de la inflación y destruye la efectividad (de corto plazo) de la política monetaria.
- Esto es justamente lo que sucedió en los países industriales en los 60s y 70s, y dio origen a múltiples episodios de alta inflación y alto desempleo en países en desarrollo.

# Política Monetaria y Crecimiento

- El crecimiento se promueve con políticas e instituciones que creen un ambiente propicio para el empleo, la inversión y las mejoras en productividad (innovación).
- Aquí es importante promover la estabilidad de las reglas del juego.
- 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, mercados competitivos, regulación micro) están fuera del ámbito del BC.

# Política Monetaria y Crecimiento

- Los bancos centrales se concentran hoy en lo que sí pueden hacer: controlar la inflación.
- 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.

# Política Monetaria y Crecimiento

- La confianza en la capacidad de la autoridad monetaria para alcanzar y mantener una inflación baja y estable posibilita el uso de una política contra-cíclica: un gran dividendo.
- Esto es, con la inflación en torno a la meta se puede alterar la tasa de interés para mantener el producto en torno al potencial.
- Pero esto es posible sólo si los agentes confían que la autoridad monetaria va a actuar de manera responsable.

# IV. El Esquema de Metas de Inflación

# Metas de Inflación

- El esquema de metas de inflación es del tipo de discreción restringida:
  - Compromiso de mantener inflación baja y estable (en Chile en torno al 3%).
  - Discreción para ajustarse a shocks inesperados, tanto financieros como reales, que lleven a un producto menor al potencial → en el corto plazo la inflación puede ubicarse transitoriamente fuera del rango meta.
- Para que todo esto funcione y de los resultados deseados el BC debe invertir en reputación y capacidad.

# Metas de Inflación

- ¿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.
  - Dos elementos adquieren especial importancia:
    - Credibilidad
    - Transparencia

# Metas de Inflación

- 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 de un Informe de Política Monetaria.

# Metas de Inflación

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

# Metas de Inflación

- 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.
- Esto –discreción restringida– es lo que el Banco Central de Chile ha practicado, con mucho éxito, en los últimos años.

# Metas de Inflación

- Prueba de ello es que 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.
- 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.

# Metas de Inflación

- 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 mantener tasas de interés muy elevadas.
- Al igual que la independencia del BC, la regla de superávit fiscal estructural da confianza a los mercados.

# V. Banco Central y Estabilidad Financiera

# BC y Estabilidad Financiera

- El Banco Central tiene también como objetivo el velar por el buen funcionamiento del sistema de pagos interno y externo.
- Alcanzar este objetivo es otra forma de promover el crecimiento de largo plazo a través de promover el desarrollo de un mercado financiero eficiente.
- La estabilidad no es un tema exclusivo del BC y además puede tener importantes consecuencias cíclicas.
  - La historia enseña que crisis financieras o de balanza de pagos son muy costosas;
  - Las últimas crisis han tenido un importante componente financiero.
- Además, el sistema financiero y el sistema de pagos interno importa para una mayor efectividad de la política monetaria.

# BC y Estabilidad Financiera

- En este sentido el Banco Central está avanzando en varias áreas:
  - Entender mejor el “canal del crédito”
  - Analizar las fortalezas y debilidades de la estabilidad financiera de la economía chilena: ¿cuáles son los principales focos de vulnerabilidad? ¿qué sector de la economía es más vulnerable?
  - Modernización del sistema de pagos (transferencias más seguras y más eficientes).

# BC y Estabilidad Financiera

- Respecto del canal del crédito el Banco Central mantiene una agenda de investigación en todos aquellos temas que se relacionan con la política monetaria.
- Respecto de la estabilidad del sistema financiero estamos desarrollando un Informe Especial que analiza de manera sistemática estos temas (similar al que publican los Bancos Centrales de países como Reino Unido, Bélgica, España, etc.).
- En modernización: LBTR, cámaras de compensación de transacciones de alto valor.