

POLÍTICA MONETARIA Y MECANISMOS DE TRANSMISIÓN BAJO METAS DE INFLACIÓN

KLAUS SCHMIDT-HEBBEL*

* Jefe de la División de Investigaciones Económicas del Departamento de Estudios del Banco Central de Chile. Versión revisada y corregida por el autor.

En la presente exposición se analizan brevemente algunas lecciones de la aplicación de Metas de Inflación en el mundo y también se describe la experiencia del Banco Central de Chile en la conducción de su política monetaria bajo este régimen.

LECCIONES DE LA APLICACIÓN DE METAS DE INFLACIÓN EN EL MUNDO

Nueva Zelanda es el precursor del régimen de metas explícitas de inflación (MI). En la actualidad existe alrededor de una veintena de países que aplican dicho régimen, entre ellos, algunos latinoamericanos como Brasil, México y Chile.

Entre las lecciones que pueden destacarse de la experiencia de estos países se encuentran las siguientes:

1. Las MI han sido usadas con éxito para mantener niveles de inflación bajos, y también para converger desde tasas de inflación altas hacia tasas de inflación de estado estacionario. Un ejemplo de esto último es el caso de Chile, que adoptó las metas inflación cuando todavía tenía un nivel elevado de inflación, cercano al 30% en 1990.
2. Bajo MI los errores de predicción de la inflación disminuyeron significativamente, acercándose a los niveles observados en otras economías industriales sin metas de inflación (entre ellas Estados Unidos y Japón). En otras palabras, la reducción en la inflación ha sido acompañada con una reducción en la incertidumbre relativa a la inflación futura, alcanzándose una precisión en las expectativas inflacionarias cercana a la que se observa en países desarrollados que gozan de estabilidad de precios.
3. En los países que adoptaron MI con niveles de inflación inicial moderada o incluso moderada alta, como Israel, la aversión inflacionaria del Banco Central se ha incrementado a los niveles observados en los países desarrollados. En otras palabras, el régimen de metas de inflación ha fortalecido la posición anti-inflacionaria de los bancos centrales.

4. Las MI han permitido reducir la intensidad de las respuestas de la política monetaria ante *shocks* de inflación y de producto a magnitudes similares a las de los países desarrollados. Es decir, un *shock* de demanda que afecta hoy en día a un país con MI puede ser contrarrestado con una subida de la tasa de interés menos intensa de lo que era necesario antes que adoptara las metas de inflación.
5. Las MI han ido de la mano con una mayor flexibilidad cambiaria, un menor traspaso de la devaluación a la inflación (*pass-through*) y la constatación de un menor miedo a la flotación (*fear of floating*). En general, los países que han adoptado MI han flexibilizado sus regímenes cambiarios, lo cual se refleja en un aumento relativo en la fluctuación cambiaria y en la estabilidad en las reservas internacionales, en comparación con los valores observados antes de adoptar las MI.

Se puede concluir –con bastante certeza– que la combinación de MI junto a un tipo de cambio flexible es la única alternativa viable de largo plazo frente al abandono de la moneda doméstica por una moneda común o la dolarización de la economía. Los regímenes cambiarios intermedios, desde una caja de convertibilidad hasta las bandas cambiarias amplias, aún no han desaparecido del todo, pero su importancia relativa, términos de la cantidad de países que operan con ellos, ha disminuido de manera consistente en los últimos años.

Los regímenes de MI operan en economías que tienen estructuras bastante diferentes. Schmidt-Hebbel y Tapia (2002) presentan las simulaciones efectuadas por trece bancos centrales acerca de los efectos de un cambio de sus políticas monetarias sobre el producto y la inflación.¹ Los resultados muestran la trayectoria dinámica de la inflación y del producto frente a *shocks* de política monetaria. En todos los países, el efecto de la subida de la tasa de interés resulta contractivo en términos de producto, aunque hay diferencias importantes en las magnitudes y plazos para cada caso. Un resultado similar se observa para la inflación.

¹ Los países fueron: Australia, Canadá, Chile, Colombia, Islandia, México, Nueva Zelanda, Noruega, Polonia, Reino Unido, República Checa, Sudáfrica y Suiza.

Estos resultados sugieren que la operación e impacto de la política monetaria difieren ampliamente entre países. Entre las razones que podrían explicar estas diferencias están: 1) diferencias estructurales en las economías; 2) diferencias en las propias reglas de la política monetaria; y 3) diferencias en los modelos que usan los bancos centrales para simular y entender los efectos de su propia política. Lo interesante del caso es que, pese a esta multiplicidad de resultados y diferencias en las economías, el régimen de MI ha servido para alcanzar el objetivo de inflación decreciente en todos los países analizados.

En el caso de América Latina, un reciente estudio comparativo (Schmidt-Hebbel y Werner, 2001) muestra que las MI en Brasil, Chile y México han ayudado a apuntalar la credibilidad de las políticas monetarias en estos países. Entre los frutos que se están cosechando de la aplicación de este esquema se pueden destacar: 1) convergencia a baja inflación; 2) alta precisión en el logro de metas; 3) menores razones de sacrificio (reducción del producto necesaria para lograr un punto de reducción en la inflación); 4) menor volatilidad del producto en los países que tienen MI en comparación con la que exhibían antes de adoptar las MI; 5) menores errores en las proyecciones de inflación; 6) menor impacto de *shocks* (de oferta o de demanda) sobre la inflación subyacente; y 7) aumento gradual de la influencia de la meta de inflación sobre las expectativas de inflación del público.

METAS DE INFLACIÓN EN CHILE

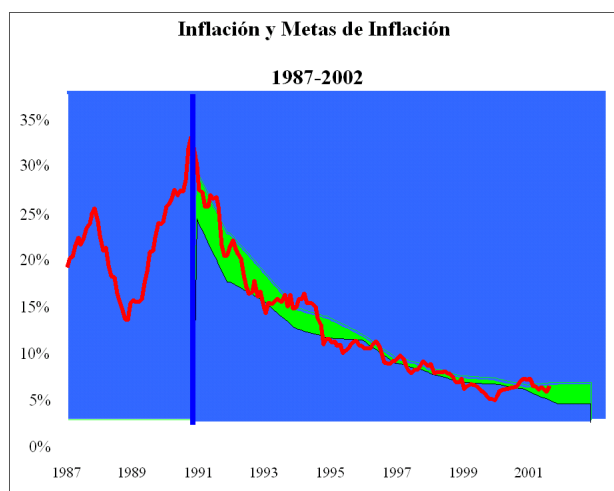
En esta sección se analizan brevemente aspectos relacionados a la política monetaria en Chile, concentrados en los siguientes temas: 1) una década de evolución hacia un marco pleno de MI; 2) la conducción y transmisión de la política monetaria en Chile; 3) la respuesta del Banco Central ante *shocks* externos; y 4) cómo se enfrenta el tema de la reciente volatilidad cambiaria en el caso chileno.

Marco general de la política monetaria en Chile

El Gráfico 1, presenta la inflación mensual efectiva (línea continua) y las metas explícitas de inflación que, en general, se definen en forma de rango, pero en algunos casos en forma de inflación-punto (1996 a 2000).

GRÁFICO 1

La adopción del esquema de MI en 1991 posibilitó la convergencia gradual hacia bajos niveles de inflación. A partir de 2001, en lo que se ha definido como el marco de horizonte estacionario de inflación, se ha adoptado una



meta de inflación en un rango de 2% a 4%. Cabe destacar que este rango se ha definido para la inflación en general y no para la inflación subyacente (*core inflation*). En general, puede apreciarse que la inflación se ha enmarcado dentro del rango establecido. De esta forma, al igual que en otros países con MI, este régimen resultó exitoso para converger a una baja inflación en Chile.

Para contextualizar el análisis del marco general de las políticas en Chile, conviene destacar algunos aspectos adicionales a la política monetaria cambiaria. El primero de ellos es que Chile exhibe una posición fiscal sólida, orientada a lograr anualmente un superávit estructural del sector público equivalente a 1% del PIB. En lo financiero, el país cuenta con un sistema bancario sano, aspecto que se refleja en un porcentaje pequeño, 1,8%, de cartera vencida.

En el plano de la política monetaria, el Banco Central de Chile goza desde 1990 de plena independencia en el uso de sus instrumentos y sus objetivos. En la práctica, las metas de inflación han sido fijadas por el Banco Central en coordinación con el gobierno, generando así un marco consistente y cohesionado de política macroeconómica.

En el terreno cambiario, el esquema de MI convivió con un régimen de banda cambiaria que experimentó diversos cambios a lo largo de la década, en general orientados a una ampliación de sus límites. La banda se abandonó en 1999 para pasar a un régimen de flotación cambiaria. Desde la adopción de la flotación, el Banco Central sólo realizó intervenciones selectivas pre-anunciadas entre Agosto y Diciembre de 2001, como respuesta a la alta incertidumbre existente en el mercado por la turbulencia regional e internacional experimentada en el período.

La transparencia de los actos de la autoridad monetaria resulta sumamente importante puesto que la credibilidad la meta depende justamente de la transparencia en la conducción de política monetaria y de la *accountability* del Banco Central frente a la sociedad. En el caso chileno, la consecución de la transparencia se ha buscado a través de la entrega sistemática de información al mercado. Ello se expresa en diversas formas. Primero, el calendario de reuniones de política monetaria es anunciado con seis meses de anticipación. Segundo, las minutas de las reuniones de política monetaria, incluyendo los votos individuales de los cinco consejeros son publicadas luego de dos meses. Además, el Banco Central publica cada cuatro meses un informe de política monetaria con proyecciones (punto y rango) de crecimiento e inflación en un horizonte de 24 a 30 meses.

Conducción y transmisión de la política monetaria en Chile

Desde 1999, la meta de inflación es la única ancla nominal de las políticas del Banco Central. Esta meta se encuentra definida para la tasa anualizada de inflación total², en un rango simétrico de 2% a 4%, centrado

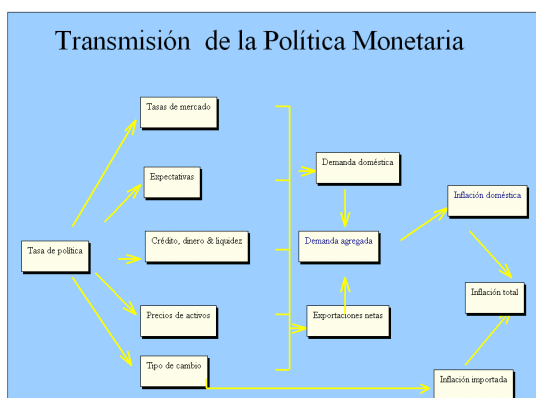
² Se prefiere definir la meta de inflación sobre la inflación total, y no sobre la subyacente, por razones de credibilidad y transparencia.

en 3%. La elección de un rango simétrico es importante, al revelar que al Banco Central le preocupan tanto la inflación alta (cuando se acerca a 4%) como la muy baja (si se acerca a 2%). Por ello, operacionalmente la política se guía por una meta de 3% que debe ser alcanzada de manera permanente en un horizonte de 24 meses.

El foco analítico de la política monetaria en el corto plazo es la tasa de inflación subyacente. Es decir, las acciones de política del Banco Central en el corto plazo se guían por la inflación subyacente que, como se sabe, elimina los *shocks* de precios de algunos productos que sufren estacionalidad o choques como alzas en los precios de los combustibles. En el largo plazo, una vez que los shocks estacionales o de precios específicos desaparecen, la inflación total converge al comportamiento de la inflación subyacente.

GRÁFICO 2

La transmisión de las acciones de la política monetaria hacia la economía, tal como la entiende el Banco Central de Chile, puede verse en el Gráfico 2. Una vez que el Banco Central fija la tasa de interés de política, ello afecta las tasas de mercado. La decisión de política influirá también sobre las expectativas, tanto inflacionarias como aquellas vinculadas a las futuras políticas de la autoridad monetaria. La tasa de política afectará también el crédito agregado, el dinero y la liquidez. Además, las acciones de política tienen impacto en el precio de los activos y, en una economía pequeña y abierta, en el tipo de cambio.



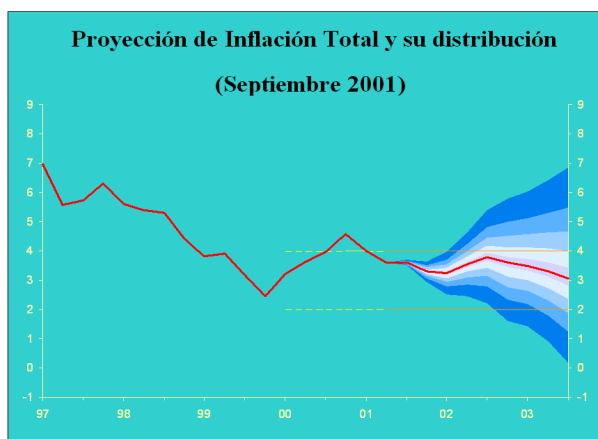
Los cinco canales mencionados tienen influencia sobre la demanda doméstica, y también sobre las exportaciones netas. Por tanto influyen sobre la demanda agregada del país, que a su vez, afecta la inflación

doméstica, un componente de la inflación total. El otro componente de la inflación total es la importada, que es afectada de manera directa por el canal del tipo de cambio.

Según estimaciones realizadas en el Banco Central y en varios estudios empíricos (ver por ejemplo, los trabajos presentados en Loayza y Schmidt-Hebbel, 2002), el canal principal de transmisión de la política monetaria, que domina inclusive al canal de las expectativas, es el mecanismo de transmisión de la tasa de política a las tasas de mercado. Otro aspecto destacable es que bajo el esquema de MI, el *pass-through* ha disminuido significativamente, debilitando, por tanto, el efecto sobre precios domésticos del canal del tipo de cambio. La flotación cambiaria ha reducido fuertemente el impacto inflacionario de la devaluación nominal.

GRÁFICO 3

Con relación a las proyecciones de inflación debe subrayarse que, en general, pero especialmente bajo un esquema de MI, su desarrollo y perfeccionamiento tienen importancia central. En el caso chileno, las proyecciones



de inflación y de crecimiento del producto se realizan para un escenario base o modal, calculándose además las posibles desviaciones basadas en el balance de los riesgos (positivos y negativos) que pueden afectarlo (Gráfico 3). Las variables exógenas más importantes que afectan las proyecciones son el entorno internacional, la política fiscal y el crecimiento de tendencia de la economía. El supuesto central para las proyecciones, por razones de consistencia y compromiso del Banco Central, es que la tasa actual de política se mantendrá de 24 a 30 meses. Las proyecciones

para los escenarios alternativos se realizan asumiendo trayectorias alternativas de las variables predeterminadas.

Respuestas de la política monetaria a shocks externos

Durante los últimos años, Chile ha enfrentado significativos *shocks* reales y financieros, entre los que destacan la caída de los términos de intercambio (8% en 2001), la menor demanda mundial por exportaciones chilenas, la disminución de flujos de capital y el contagio argentino con efectos sobre el tipo de cambio. La respuesta óptima de la política monetaria a un *shock* negativo varía de acuerdo a la naturaleza de éste.

El Banco Central de Chile diferencia entre los efectos de primera vuelta y los de segunda vuelta que generan los choques. Por ejemplo, *shocks* de precios del petróleo, que tienen un fuerte efecto de primera vuelta sobre el nivel de precios domésticos, generalmente no son compensados por una posición monetaria más restrictiva. Sin embargo, existen también posibles (y en ocasiones altamente visibles) efectos de segunda vuelta que se pueden presentar, en este caso, en un alza de las expectativas inflacionarias y los mecanismos de indexación (*backward-looking*), muy extendidos en la economía chilena.

En este contexto, la respuesta de política monetaria debe apuntar a neutralizar los efectos de segunda vuelta, lo que puede motivar la aplicación de una política contractiva. Sin embargo, en la evaluación de la acción de política a aplicar, debe considerarse también el efecto ingreso negativo asociado al *shock* petrolero, que reduce la presión inflacionaria y que por tanto podría justificar incluso la aplicación de una política expansiva. La respuesta final dependerá de una cuidadosa evaluación empírica del efecto neto del *shock* petrolero sobre la inflación (proyectada) en el horizonte relevante de política.

Volatilidad cambiaria

En un contexto regional caracterizado por alta variabilidad (observada o esperada) de algunas monedas regionales, la moneda chilena

experimentó un significativa devaluación nominal y un incremento en su volatilidad en la primera parte de 2001.

En respuesta a tal situación, en agosto de 2001 el Banco Central de Chile preanunció una política de intervención limitada en el mercado cambiario para el segundo semestre de 2001. El objetivo de esa medida fue, justamente, reducir la excesiva volatilidad cambiaria observada en el mercado, la cual podía tener consecuencias negativas sobre una eficiente asignación de los recursos. Un máximo de US\$2,000 millones fueron destinados a la ejecución de esta política, monto respaldado por la abundante dotación de reservas internacionales del Banco Central.

Las intervenciones realizadas por Banco Central de Chile estuvieron limitadas al período anunciado. Cumplido tal período en Diciembre de 2001, el Banco Central ha vuelto a operar con un régimen de flotación cambiaria limpia.

BIBLIOGRAFÍA

- Loayza, N. y K. Schmidt-Hebbel (2002) (eds). *Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms*. Series on Central Banking, Analysis and Economic Policies. Santiago, Chile: Banco Central de Chile.
- Schmidt-Hebbel, K. y M. Tapia (2002). "Monetary Policy Implementation and Results in Twenty Inflation-Targeting Countries." Documento de Trabajo 166. Banco Central de Chile.
- Schmidt-Hebbel, K. y A. Werner (2002). "Inflation Targeting in Brazil, Chile and Mexico: Performance, Credibility, and the Exchange Rate." Por aparecer en *Economía*.