

## **POLÍTICA MONETARIA: LA RECIENTE EXPERIENCIA CHILENA\***

**Carlos Budnevich  
Jorge Pérez**

En el presente trabajo se describe en forma detallada el marco institucional, así como las características centrales y los criterios que han regido la formulación de la política monetaria aplicada en Chile desde mediados de la década de 1980 hasta mayo de 1995. Junto a lo anterior, los autores analizan la administración monetaria de corto plazo y los instrumentos de política existentes, describiendo las principales innovaciones y ajustes técnicos que se han efectuado para facilitar su adaptación a los cambios del entorno económico. En particular, se analizan las ventajas de la nueva modalidad de política monetaria introducida en el mes de mayo de 1995, señalándose que ésta entrega al mercado un mayor rol en la determinación de las tasas de interés, aminora el impacto especulativo sobre las tasas y agregados monetarios que se derivaban de expectativas de cambios en la instancia de política monetaria y permite una mayor flexibilidad en la ejecución de políticas.

---

CARLOS BUDNEVICH. Ph. D. en Economía, Universidad de Pensylvania. Ingeniero Comercial, Universidad Católica. Economista Subjefe Unidad Asesora de Política Económica, Banco Central de Chile.

JORGE PÉREZ. Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile. Gerente de Operaciones Monetarias, Banco Central de Chile.

\* Una versión previa de este trabajo fue presentada en la Conferencia Internacional sobre Manejo Monetario organizada por el Banco de Indonesia en Denpasar, Bali, Indonesia, diciembre de 1994. Se agradecen los comentarios de los participantes de dicho seminario. Como es obvio, las opiniones vertidas en este trabajo son de nuestra exclusiva responsabilidad y no comprometen al Banco Central.

## 1. Introducción

“**E**l Banco Central de Chile es una entidad autónoma, con rango constitucional, de carácter técnico, con personalidad jurídica, patrimonio propio y duración indefinida”. (Art. 1 de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile).

El banco es administrado por un Consejo que consta de cinco miembros designados por el Presidente de la República previo consentimiento del Senado. La calidad de miembro del Consejo dura diez años, aunque es posible ser designado para períodos posteriores. Asimismo, el Consejo está sujeto a un proceso de renovación parcial, siendo un nuevo consejero elegido cada dos años.

Los principales objetivos del Banco Central son “velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos” (Art. 3 de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile).

Con el objeto de facilitar la comprensión de nuestra experiencia es necesario mencionar algunas particularidades de la realidad chilena.

En primer lugar, la generalizada indexación existente en una masa importante de contratos laborales, financieros, de arrendamiento y de precios de servicios públicos de nuestra economía (UF)<sup>1</sup> explica en una medida importante el comportamiento de los agentes económicos y de las instituciones financieras, y por ende la modalidad de la política monetaria del Banco Central.

En segundo lugar es necesario hacer notar la peculiaridad de que los instrumentos monetarios son emitidos por el Banco Central, cuando lo normal es que los bancos centrales coloquen dichos instrumentos para el control monetario actuando como agentes fiscales, de manera que por lo general éstos son emitidos y servidos por el Fisco. El resultado en el caso de Chile es que la deuda pública interna se encuentra en poder del Banco Central, y su origen se remonta al rescate de la banca con que se afrontó la crisis financiera de principios de los años ochenta. Lo anterior, obviamente dificulta el manejo de la política monetaria, ya que esta situación obliga al Banco Central a cumplir una doble función: a) formular e implementar la

---

<sup>1</sup> La Unidad de Fomento (UF) es un sistema de indexación basado en la inflación interna diferida. Esta unidad contable es reajustada en forma diaria y proporcional, según la variación de los precios en el mes precedente.

política monetaria, lo que realiza principalmente por medio de la colocación de instrumentos de deuda de corto plazo, y b) realizar una “política de tesorería”, tarea que normalmente le compete a la autoridad fiscal, y que consiste en la colocación de instrumentos de deuda de largo plazo, permitiendo así distribuir a lo largo del tiempo dicho pasivo de la manera más eficiente posible, y evitando su concentración en el corto plazo.

Habiendo descrito brevemente el marco institucional para las políticas del Banco Central así como las peculiaridades de nuestra experiencia, en este documento analizaremos la función y los objetivos del instituto emisor, las estrategias y los fundamentos aplicados en la política monetaria, la gestión de la liquidez en el corto plazo, los instrumentos monetarios utilizados y las principales conclusiones de nuestra experiencia.

Por último, cabe mencionar que hasta mayo de 1995 la política monetaria se aplicó en una modalidad que estuvo vigente por casi una década. Durante ese período, el Banco Central ha experimentado situaciones difíciles y *shocks* que han permitido enriquecer nuestra experiencia y gestión. Recientemente la modalidad de política monetaria fue alterada con el objeto de darle más flexibilidad y un mayor rol al mercado en la determinación de las tasas de interés.

## **2. La función y los objetivos del Banco Central de Chile**

El objetivo principal y final de la política monetaria de Chile es lograr la estabilidad de los precios. Sin embargo, en la Ley Orgánica del Banco Central ese propósito se explicita como la estabilidad de la moneda. Puesto que la sociedad ha encomendado al Banco Central la tarea de emitir dinero para facilitar las transacciones, dicha entidad debe velar por el normal funcionamiento del sistema de pagos para poder lograr un adecuado desarrollo de la actividad económica. La preocupación que el Banco Central tiene por el control de la inflación se debe a los costos que ésta trae aparejados. En primer lugar, la inflación torna más ineficiente al sistema de pagos; en segundo lugar, vuelve más regresiva la distribución del ingreso; en tercer lugar, origina redistribuciones imprevistas de la riqueza; en cuarto lugar, distorsiona los precios relativos, y finalmente genera inestabilidad a nivel macroeconómico, lo que desalienta el crecimiento económico a mediano plazo. El objetivo de lograr la estabilidad de los precios se plantea cuantitativamente al fijar una meta de inflación anual futura decreciente cuya trayectoria sea sostenible a través del tiempo. Para 1995 la meta de inflación es de un 8%. El Consejo del Banco Central anuncia la meta de

inflación para el año venidero en su Informe Anual al Congreso, que se da a conocer en el mes de septiembre de cada año y constituye un importante elemento de análisis y debate.

Sin embargo, la estabilidad del valor de la moneda no es, por lo general, el único objetivo de un banco central.

Es así como existen dos fines adicionales, la estabilidad del sistema de pagos internos y el normal funcionamiento del sistema de pagos externos. Sólo el segundo objetivo se ha asociado a una meta cuantitativa en forma de una posición sustentable en el sector externo a mediano plazo, lo cual, según algunas interpretaciones, equivale a mantener el déficit en cuenta corriente en promedio por debajo de un 3 a 4% del PIB. También se considera que este objetivo supone reducir al mínimo la influencia de perturbaciones transitorias y sobre-reacciones propias del mercado en la determinación del tipo de cambio real.

El problema se torna más difícil cuando es necesario conciliar diversos objetivos, lo cual transforma la formulación de la política monetaria en una tarea muy difícil.

El objetivo de lograr la estabilidad de los precios puede entrar en conflicto con aquellos vinculados al tipo de cambio y los pagos externos así como también con el que se refiere a preservar la estabilidad del sistema de pagos. Durante los años ochenta, el escenario internacional se caracterizó por una desintegración con los mercados financieros internacionales, de modo que con la ayuda de la política fiscal, las políticas monetaria y cambiaria pudieron conciliarse para alcanzar más independientemente objetivos de tasas de interés y de tipo de cambio. Durante los años noventa, Chile ha vuelto a contar con el acceso a los mercados financieros internacionales voluntarios, haciéndose evidente la mayor tensión y el dilema vigente entre el objetivo de tasa de inflación y el objetivo de tipo de cambio real. Con el fin de poder ejercer una política monetaria independiente, a mediados de 1991 el Banco Central impuso un encaje legal de 30% por un año para créditos y depósitos en moneda extranjera, con el objeto de gravar el ingreso de capitales especulativos de corto plazo que entraran al país incentivados por el diferencial entre las tasas de interés domésticas y las externas.<sup>2</sup> Asimismo, a principios de 1992 se amplió la banda del tipo de cambio de +- 5% a +-10%. Incluso el objetivo del Banco Central que en los ochenta era mantener un tipo de cambio real alto y estable, en la actualidad se circuns-

---

<sup>2</sup> En julio de 1995 su cobertura fue ampliada a inversiones financieras, depósitos del exterior y descuento de documentos.

cribe a mantener un tipo de cambio real estable y acorde con las condiciones de equilibrio interno y externo de mediano plazo que lo determinan.

Un segundo ejemplo ha sido el conflicto entre los objetivos de estabilidad del sistema financiero y la estabilidad de los precios, lo que quedó en evidencia durante la crisis financiera de 1982 y 1983. No obstante, los préstamos de emergencia otorgados por el Banco Central al sistema financiero fueron financiados mediante la emisión de deuda no monetaria para evitar la incubación de presiones inflacionarias a corto plazo. Lo anterior, conjuntamente con el crecimiento económico, la creciente demanda por títulos financieros por parte de las AFP (véase Cuadro N° 2 en el Anexo) y el aporte fiscal a la capitalización del Banco Central (proveniente de ahorro del Fisco), ha permitido conjurar presiones inflacionarias potenciales originadas en el déficit cuasifiscal y generar una demanda por títulos financieros acorde con el crecimiento efectivo de la deuda interna del Banco Central.

Con respecto a la gestión y manejo de política de corto plazo, la política monetaria puede contribuir a estabilizar las fluctuaciones de la actividad económica en períodos cortos y aportar información valiosa a los mercados financieros y de bienes. En este sentido, la política monetaria puede infundir un alto grado de estabilidad en los precios relativos, como las tasas de interés, reduciendo así el ruido en dichos precios y mejorando la asignación de recursos.

La política monetaria puede ser un instrumento muy eficaz en la reducción de la volatilidad de corto plazo de la producción, de las tasas de interés y de otros precios relativos. Sin embargo, dicha política no puede afectar sistemáticamente el valor real de equilibrio de esas variables.

Aunque parece existir un consenso respecto del papel antiinflacionario de la política monetaria a corto, mediano y largo plazo, algunos economistas estiman que en el corto plazo la política económica es capaz de atenuar los ciclos económicos.<sup>3</sup> Con el desarrollo de la curva de Philips algunos economistas creyeron inicialmente que la política económica podría encontrar la combinación óptima entre inflación y crecimiento. Sin embargo, el uso de una política monetaria discrecional para estimular la producción conduce inexorablemente a un aumento en la inflación, sin ninguna ganancia de mayor actividad. Lo anterior obedece al hecho de que los agentes económicos racionales ajustan rápidamente sus expectativas de manera acorde con el marco de la política. Según este planteamiento, podría ser teóricamente más apropiado emplear reglas en lugar de proceder con discreción cuando se

---

<sup>3</sup> Por ejemplo, véase W. Poole (1970) y B. Friedman (1991).

ejerce la política económica.<sup>4</sup> No obstante, la teoría económica ha demostrado que si la economía se ve afectada continuamente por *shocks*, las normas flexibles y contingentes son más adecuadas que las normas inflexibles e inmutables.

### **3. Fundamentos, orientación y estrategias de la actual política monetaria**

La formulación y ejecución de políticas del Banco Central se basa en cuatro criterios fundamentales:<sup>5</sup>

- a) El primero es el criterio antiinflacionario, marco de referencia que se origina en la principal tarea del Banco, que consiste en velar por la estabilidad del valor de la moneda.
- b) El segundo es el criterio a mediano y largo plazo, horizonte temporal que permite adoptar decisiones privilegiando la estabilidad y solidez de la economía. Esto permite que la formulación de políticas trascienda la coyuntura de muy corto plazo.
- c) En tercer lugar, el Banco Central ha privilegiado un papel cada vez más activo del mercado en la determinación de precios claves, tales como el tipo de cambio y la tasa de interés.
- d) El cuarto criterio es el de prudencia y gradualidad, de modo de evitar la adopción de decisiones apresuradas sin una evaluación previa de sus consecuencias, las que pueden ser perjudiciales para el desarrollo de la economía. Por tanto, las reacciones del Banco deben ser oportunas, pero nunca apresuradas.

La perseverancia a lo largo del tiempo en la aplicación de los criterios antes mencionados ha contribuido a fortalecer la credibilidad de los agentes económicos, quienes conocen el marco de referencia dentro del cual se desarrolla la política monetaria. De este modo, la influencia de las medidas de política monetaria en las expectativas de los agentes facilita el logro de los objetivos que se quieren alcanzar.

---

<sup>4</sup> Las normas tradicionales que se encuentran en la bibliografía sobre el tema son la proposición de Friedman de hacer crecer la oferta monetaria a un ritmo acorde con el crecimiento económico. Otra norma de uso generalizado consiste en fijar el tipo de cambio nominal.

<sup>5</sup> Estos criterios han sido mencionados y explicados por el presidente del Banco Central, Roberto Zahler, y por el vicepresidente de dicha entidad, Jorge Marshall. El siguiente análisis se basa en Zahler (1992) y Marshall (1994).

Desde 1990, el Banco Central ha aplicado una política gradual y continua de reducción de la inflación. Una inflación más baja es un resultado intermedio que favorece un crecimiento sostenido, estable y equitativo.

La política monetaria de tasas de interés real en colaboración con el anuncio de metas creíbles y descendentes de inflación año a año han contribuido significativamente al éxito del proceso paulatino de disminución de la inflación.

Si bien durante los últimos años en Chile se han observado niveles de inflación moderados, aún resultan superiores a los de países desarrollados.

En el último tiempo, la teoría económica ha adoptado con entusiasmo un nuevo enfoque que establece la existencia de una relación negativa a largo plazo entre inflación y crecimiento. El problema de la política económica se torna crecientemente complejo, ya que, adicionalmente a la relación de largo plazo antes mencionada, existe una relación inversa a corto plazo entre inflación y crecimiento de naturaleza distinta. De hecho, una política económica que estimula la demanda global puede dar lugar a una aceleración de la inflación y a un mayor crecimiento económico a corto plazo. Más aún, en el corto plazo, es posible obtener un aumento relativamente insignificante de la inflación en comparación con la mayor prosperidad económica resultante.

Los avances teóricos de las últimas décadas han permitido concluir que una mayor inflación en el largo plazo perjudica de manera permanente al crecimiento económico, mientras que a corto plazo esa vinculación es positiva pero inestable.

Pese a que la relación de largo plazo es esencial para determinar el objetivo de reducir la inflación, es importante reconocer que en la formulación de la política monetaria también se considera la relación a corto plazo entre inflación y crecimiento. El deseo de avanzar hacia una inflación a largo plazo menor en niveles en torno a la tasa de inflación de países desarrollados obedece al hecho de que a la postre una cifra inflacionaria más baja puede estimular permanentemente el crecimiento económico, estabilizar el proceso de inflación y hacer más suaves y anticipables los cambios de precios relativos. En el proceso gradual de desinflación adoptado se tiene en cuenta la existencia de una relación entre inflación y crecimiento positiva pero inestable a corto plazo. Lógicamente que dicha relación junto a la inercia inflacionaria prevaleciente derivada de los mecanismos de indexación salarial a inflación pasada, resulta determinante en el enfoque de desinflación gradual que el Banco Central ha adoptado conforme se quiere limitar el sacrificio de corto plazo en actividad económica asociado a dicho proceso.

Tal como se mencionó en la introducción, una característica peculiar de Chile es la existencia de indexación, que reduce los costos de la inflación, en particular de las sorpresas inflacionarias, y debilita la relación negativa a largo plazo entre inflación y crecimiento. Sin embargo, la inflación es más inestable bajo condiciones de indexación. Cuando en una economía prevalece indexación financiera, salarial y cambiaria y al mismo tiempo sobrevienen frecuentes *shocks* externos, el comportamiento de la inflación se vuelve altamente irregular. Esta situación plantea un importante desafío para la política económica, ya que detener una aceleración inflacionaria en esas circunstancias no es una tarea menor. Todos los argumentos anteriores permiten concluir que la inflación debe alcanzar niveles bajos, los que llevan asociados también una mayor estabilidad de ésta. En dichos rangos de inflación, los mecanismos de indexación a inflación pasada debieran desaparecer voluntariamente de manera de estabilizar la inflación en un nivel más permanente.

Considerando el énfasis otorgado a la relación de largo plazo entre inflación y crecimiento, la política monetaria ha aumentado su capacidad de anticipación en relación a períodos anteriores. Además, hoy en día se privilegian los objetivos a mediano plazo por sobre las metas a corto plazo. En efecto, la política monetaria ha comenzado a hacer hincapié en la estabilidad macroeconómica aplicando una estrategia preventiva más eficaz para anticipar los ciclos económicos. Mientras que en las anteriores experiencias de estabilización se aprecia un claro desfase entre los ciclos expansivos y la reacción de política, en las recientes experiencias la política monetaria ha mostrado un notorio carácter anticipativo. Por ejemplo, durante la significativa expansión de 1988-1989 las políticas de ajuste fueron aplicadas con posterioridad a la ocurrencia del *boom* de la actividad económica. En cambio, la experiencia más reciente de estabilización indica que la política de ajuste tuvo lugar antes de que se produjera una expansión económica excesiva, lo que de no haber actuado podría haber generado significativas presiones inflacionarias.

El planteamiento más moderno en materia de política monetaria sugiere que los ajustes de tasas de interés ocurran a pesar de que contemporáneamente la inflación se encuentre dentro del rango meta previsto. Por ejemplo, en diversos países desarrollados es natural considerar un rezago de un año y medio a tres años antes de que la inflación reaccione frente a los cambios en las tasas de interés. En Chile, el reciente episodio de ajuste demuestra que mientras las tasas de interés fueron elevadas sucesivamente a partir del segundo trimestre de 1992, en forma previa a que se acumularan presiones inflacionarias insostenibles, la inflación anualizada se mantuvo en



niveles relativamente estables y sólo a partir del segundo semestre de 1994 comenzó a advertirse un cambio en la tendencia inflacionaria. Lo anterior implica que la política monetaria debe basarse en proyecciones inflacionarias a mediano plazo. Por consiguiente, el Banco Central debe concentrar sus esfuerzos en el análisis de variables que permitan anticipar posibles aumentos futuros de la inflación.

Puesto que la inflación está sujeta a frecuentes *shocks* de carácter estacional o transitorio, la preocupación del Banco Central está centrada en la tendencia inflacionaria y no en el resultado puntual de un mes en particular. En efecto, el Banco Central ha empezado a usar crecientemente mediciones de inflación subyacente que tienen por finalidad depurar a la inflación de elementos transitorios o estacionales. La inquietud del Banco Central se concentra preferentemente en la trayectoria anual de inflación y crecimiento. En conclusión, los objetivos de mediano plazo son reducir gradualmente la inflación y estimular así un mayor nivel de crecimiento sostenible en el tiempo.

De hecho, en vista de que la política monetaria es el elemento crucial que permite explicar la inflación a largo plazo, parece natural asignarle a dicho instrumento la tarea de promover la estabilidad de la moneda.

Por otra parte, es importante escoger los instrumentos más eficaces para conseguir los objetivos finales que persigue la autoridad monetaria.<sup>6</sup>

Por ejemplo, los monetaristas se encuentran completamente convencidos de que establecer el control de la oferta monetaria como procedimiento operativo es la política que resulta adecuado adoptar.

Otros economistas argumentan que es preciso tener en cuenta las condiciones del mercado monetario. En particular, la tasa de interés de largo plazo debería ser considerada como el objetivo operativo a seguir, ya que afecta más directamente la demanda agregada. En circunstancias normales, para afectar las tasas de interés de largo plazo, los bancos centrales suelen ajustar sus tasas de interés de corto plazo.

La elección de objetivos operativos de la política monetaria depende del grado de eficacia que tengan en el proceso de estabilización de la actividad económica. Si la volatilidad se origina en el mercado monetario, entonces es preferible el control de la tasa de interés a corto plazo. Si la volatilidad proviene del sector real, entonces conviene controlar la oferta monetaria.

---

<sup>6</sup> Poole (1970) analizó las ventajas relativas de utilizar tasas de interés o agregados monetarios como instrumentos de la política monetaria.

En Chile, la política monetaria, en coordinación con la política fiscal, ha sido concebida para evitar producir cualquier exceso o insuficiencia en la demanda global. El resultado es una tasa de interés que permite compatibilizar un nivel deseado de actividad económica con el gasto interno.

El nivel de la tasa de interés se ajusta de tal manera que propicie una reducción gradual de la inflación y evite presiones inflacionarias ocasionadas por una evolución inconsistente del gasto y del producto potencial. Además, la tasa de interés se fija de modo que la economía pueda utilizar un nivel de ahorro externo estimado en torno a un 3 a 4% del PIB en el mediano plazo. La evaluación de la consistencia de la política monetaria es efectuada constantemente por el Banco Central. El aspecto central de estos análisis se concentra en diversos indicadores de gasto, actividad económica y de inflación, particularmente en el comportamiento la tasa de inflación actual, meta y de tendencia.

La política monetaria de tasas de interés adoptada por el Banco Central se basa en la experiencia adquirida antes de 1985, período en el cual se tenía un objetivo monetario cuantitativo que terminó por generar una alta volatilidad en las tasas de interés a corto plazo. Lo anterior se explica fundamentalmente por la inestabilidad a corto plazo que suele presentar la demanda de dinero, por lo que una política de agregados monetarios induce a importantes fluctuaciones en la tasa de interés, generando señales ambiguas para la inversión y la actividad económica. Desde mediados de la década de los ochenta, el Banco Central ha aplicado una política explícita en materia de tasas de interés.

Como se sabe, algunos elementos producen inestabilidad en la demanda de dinero, tales como las innovaciones tecnológicas o la desregulación del mercado financiero. Si se tienen en cuenta estos factores, sumados a las fluctuaciones exógenas de corto plazo de la tasa de inflación que provoca cambios drásticos en el costo de mantener dinero, resulta clara la inconveniencia de realizar una política monetaria de agregados. Es por ello que el objetivo intermedio explícito para la política monetaria es la tasa de interés real en UF de mercado, la que a su vez afecta el gasto interno y mediante sus efectos en el gasto, la tasa de inflación. El Banco Central determina una tasa de interés real en UF para sus instrumentos de deuda de 90 días plazo, la cual establece un piso para las tasas pasivas en el sistema financiero. Empíricamente existe un estrecho vínculo entre las tasas de mercado y la tasa de interés de corto plazo que establece el Banco Central. La relación entre tasas pasivas y gasto es menos estrecha, pues lo que afecta más directamente al gasto es la tasa activa, que a su vez es afectada indirectamente por la política de tasas de interés del Banco Central.

El objetivo de tasa de interés también ha sido escogido debido a que contiene información más completa que una meta de agregados monetarios para la adopción de decisiones financieras e intertemporales. Esta política permite estabilizar los tipos de mercado reajustables a corto plazo al entregar información al mercado sobre la percepción de la autoridad acerca del grado de coherencia del gasto global y la evolución de la producción con la inflación proyectada y el déficit en cuenta corriente.

El uso de metas para los agregados monetarios no parece plausible por el momento. Aun cuando los conceptos más amplios de dinero tienen mayor estabilidad, la tarea de controlar esos agregados monetarios se torna cada vez más difícil. Por añadidura, la aparición de nuevos intermediarios financieros y la creación de nuevas formas de dinero ejercen una presión competitiva sobre los activos monetarios tradicionales, afectando su estabilidad.

Asimismo, la situación anterior ha planteado problemas en la selección del agregado monetario más adecuado para servir de objetivo intermedio o indicador de la política monetaria. También ha generado dudas acerca de la efectividad de seguir como meta a un agregado monetario como M1 o M2.

Incluso a nivel de la base monetaria, existe una serie de situaciones que dificulta su control exacto. El retiro de fondos de cuentas corrientes privadas y su posterior depósito en cuentas corrientes fiscales debido a la recaudación de impuestos, o la participación del Banco Central en el mercado cambiario, son algunos ejemplos de esas dificultades. Al mismo tiempo, la excesiva concentración del perfil de vencimientos de la deuda interna dificulta el control de la base monetaria.

En general puede decirse que el Banco Central está constantemente monitoreando la evolución de la economía. El curso de acción que tome la política económica depende de la evaluación que se tenga de la situación por la que atraviesa la economía. El análisis de coyuntura centra su atención en el estudio de la evolución del empleo, la producción, el gasto, el tipo de cambio, la inflación, la situación externa y diversos indicadores monetarios.

Otros indicadores fundamentales de la política monetaria son: a) la relación del tipo de cambio de mercado respecto del centro de la banda; b) la tasa de interés interbancaria para préstamos de un día; c) la estructura de las tasas de interés reales a distintos plazos.

Si el Banco Central desea reducir las presiones inflacionarias que se derivan del exceso de gastos por sobre la producción y de un crecimiento económico mayor que el producto potencial, entonces la autoridad monetaria adoptará políticas contractivas que conducirán a aumentar las tasas de interés y reducir la emisión.

Por otra parte, es preciso tener un panorama claro de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y de los desfases inherentes a su funcionamiento. Es deseable analizar con frecuencia la posible activación de diversos mecanismos de corrección para eliminar desequilibrios monetarios. Entre ellos podemos mencionar la adquisición de pasivos financieros del Banco Central mediante un sistema de ventanilla abierta de venta, la balanza comercial, la cuenta de capital, los precios internos, el gasto y la actividad económica interna.

Una manera rápida de eliminar el desequilibrio monetario puede encontrarse en la adquisición de instrumentos financieros del Banco Central utilizando la ventanilla abierta de venta. Sin embargo, ese mecanismo no opera en forma simétrica porque en el caso de un déficit de liquidez la creación de moneda se limita al calendario ya conocido de amortizaciones de deuda. Si una economía dispone además de una cuenta de capital significativamente abierta, un método para compensar un excedente en la oferta (demanda) de dinero es mediante la salida (ingreso) de capital. En economías sofisticadas financieramente, como la chilena, esos dos mecanismos son los primeros en ser activados.

En una economía abierta al comercio de bienes y servicios solamente y que además posee un importante mercado de bienes no transables, un exceso de oferta (demanda) monetaria significa una presión en el mercado de bienes por mayor (menor) demanda por bienes transables y no transables que puede ocasionar un déficit (superávit) en la balanza comercial y un aumento (reducción) de los precios.

#### **4. Gestión y programación monetaria a corto plazo**

Un aspecto clave de la administración monetaria está constituido por la programación monetaria, la cual se desarrolla en dos frentes. El primero se relaciona estrechamente con operaciones de flujo de fondos del Banco Central y de administración de liquidez a corto plazo. El segundo frente sitúa la labor del Banco Central en un horizonte más amplio.

Asimismo, la programación monetaria contribuye al análisis de la evolución de la economía y su consistencia con el programa macroeconómico global. En esta sección nos ocuparemos de la programación monetaria de corto plazo, dedicando especial énfasis a la administración de la liquidez y al análisis macroeconómico y monetario de coyuntura.

El aspecto esencial de la programación monetaria para la gestión a corto plazo es una estimación de la demanda de dinero del sector privado.

Luego de obtener una proyección de dicha demanda y teniendo en cuenta algunos supuestos sobre operaciones cambiarias, es posible establecer el grado de intervención del Banco Central en el mercado crediticio mediante operaciones de mercado abierto o de otro tipo. La estimación de la demanda monetaria permite además comparar la evolución efectiva del mercado monetario con su comportamiento proyectado, proporcionando información valiosa sobre el estado de la economía y el mercado monetario.

Teóricamente, las variables relevantes que determinan la demanda monetaria son una variable de escala, como la producción y el costo de mantener dinero.<sup>7</sup> Asimismo, puesto que estamos interesados en una estimación a corto plazo, hay que especificar cierta dinámica, usualmente se plantean modelos de ajuste parcial, de naturaleza similar al que se presenta a continuación:<sup>8</sup>

$$\ln M1_t = a_1 + a_2 \ln \text{PIB}_t + a_3 i_t + a_4 \ln M1_{t-1}$$

Una vez realizada la estimación de la demanda de dinero de corto plazo, sea para períodos trimestrales o para horizontes mensuales, se requiere proyectar dichos valores para el período de interés. Para ello se precisa una estimación de la tasa de interés nominal que puede obtenerse de la proyección de inflación que se extraiga de algún otro modelo y de la tasa de interés real considerada de equilibrio. Asimismo se requiere de una proyección del producto, la que lógicamente y al igual que toda la información necesaria debiera obtenerse de la programación macroeconómica global. Sin embargo, los programas macroeconómicos tienen, por lo general, un horizonte relevante más largo de, por lo menos, un año plazo, lo que hace necesario para efectos del programa monetario establecer un perfil temporal para las variables antes aludidas. Dichos perfiles dependerán de factores estacionales y otros choques que muestran un patrón de comportamiento conocido con antelación.

En Chile, el programa de flujos de caja de corto plazo efectúa diariamente proyecciones detalladas con un horizonte cronológico de un mes. El modelo utilizado es sencillo y realiza pronósticos de la base monetaria. Compara la evolución proyectada de los orígenes de dicha liquidez, es decir, el crédito interno y las operaciones de cambio, con sus correspondientes usos, esto es el circulante y las reservas bancarias. El programa

---

<sup>7</sup> Para consideraciones sobre demanda monetaria teórica, véase Baumol, Friedman y Tobin.

<sup>8</sup> Una estrategia de modelación alternativa es el método de corrección de errores.

también incorpora el programa de caja fiscal, de modo de tener un completo panorama de los flujos de fondos globales de la economía que involucran efectos monetarios. Este modelo procesa diariamente información contable del Banco Central, lo que permite realizar una programación monetaria secuencial. De esta manera es posible predecir con mayor exactitud el comportamiento más probable de los agentes económicos, al igual que detectar eventuales problemas de liquidez. El modelo también ayuda a anticipar la estrategia que los bancos pueden usar para cumplir con el encaje legal, la intensidad en el uso de redescuento y, por ende, el nivel de las tasas de interés interbancarias. Al mismo tiempo es posible proyectar la probable renovación de la deuda vencida. Todo lo anterior facilita la adopción de medidas correctivas previas al surgimiento de problemas de liquidez de corto plazo.

## **5. Instrumentos monetarios**

En esta sección analizaremos los instrumentos de control monetario. Posteriormente nos referiremos a su relación con la administración de la liquidez que realiza el Banco Central.

Los instrumentos básicos de control monetario son la esencia de la programación monetaria. El conjunto usual de instrumentos incluye: operaciones de cambio, operaciones de redescuento, operaciones de mercado abierto y requisitos de encaje. Como veremos más adelante, el Banco Central puede recurrir a una serie de formas de intervención en los mercados financieros.

### **5.1 Operaciones de cambio y moneda extranjera**

Bajo perfecta movilidad de capitales, cualquier variación en el crédito interno se traduce de inmediato en una variación de reservas internacionales de signo opuesto, en la medida que el Banco Central sostenga la regla de determinación del tipo de cambio nominal. El resultado de las cuentas externas reflejará la existencia de desequilibrios monetarios, que se tenderán a corregir endógenamente.

Las posibilidades de aplicar una política monetaria autónoma surgen cuando existe algún grado de libertad para el movimiento del tipo de cambio o cuando la movilidad de capitales es imperfecta. Ésta puede obedecer a restricciones institucionales o a consideraciones de comportamiento.

En Chile existe una banda de flotación para el tipo de cambio, que implica que en las ocasiones en que el tipo de cambio se pega en alguno de los extremos de la banda o cuando el Banco Central interviene en su interior, el régimen cambiario se asemeja más a un tipo de cambio programado, mientras que en su interior y sin intervención del Banco Central tiende a parecerse a un régimen flotante.

Un Banco Central puede afectar la oferta monetaria cuando compra o vende moneda extranjera. Un caso típico de este tipo de operaciones se da cuando el instituto emisor adquiere divisas a un precio (tipo de cambio) que se compromete defender, entregando a cambio dinero local, de tal modo que la base monetaria aumenta. Alternativamente, una operación de cambios que afecta la emisión puede ocurrir cuando el Banco Central interviene en el mercado cambiario comprando o vendiendo divisas bajo un sistema de tipo de cambio flotante.

En la medida que el Banco Central determine el valor de la divisa (o intervenga en forma esporádica en el mercado cambiario) y no recurra a la neutralización monetaria de las operaciones de cambio (esterilización), se perderá el control sobre la cantidad de dinero nominal de la economía.

## 5.2 Línea de crédito para liquidez (redescuento)

Otra vía por la cual el Banco Central puede alterar la base monetaria y las condiciones de liquidez es a través del otorgamiento de crédito al sistema financiero. El endeudamiento del sector financiero con el Banco Central tiene por lo general como contrapartida la emisión de una obligación monetaria del instituto emisor. Un Banco Central suele encontrarse preparado para prestar transitoriamente a los bancos con el objeto de facilitar el cumplimiento de los requerimientos de reservas en períodos de demanda de crédito fluctuante o cuando sus reservas técnicas caen por debajo del nivel deseado o de lo exigido. En la práctica, los Bancos Centrales establecen las condiciones de tasas de interés y de montos crediticios para el redescuento, cuyo uso por parte de los bancos dependerá en gran medida del atractivo relativo que otras alternativas de financiamiento, tales como los préstamos interbancarios, ofrecen.

Esta línea de crédito para liquidez corresponde al tradicional redescuento, pero de acuerdo con nuestra experiencia, a diferencia de muchos países, su uso es enteramente libre dependiendo de las tasas de interés y no se exige colateral. La línea de crédito se otorga automáticamente para contribuir a que los bancos cumplan con el encaje legal y satisfagan sus necesi-

dades de liquidez. El monto máximo de crédito para cada institución equivale al 60% del encaje exigido en el período precedente. Puede ser solicitado libremente, sobre una base diaria (*overnight*) y se puede renovar continuamente, excepto por un día del correspondiente período de encaje. El principal elemento que desalienta la utilización de esta línea de crédito es su tasa de interés, que además tiende a ponerle un techo a la tasa interbancaria. Las tasas de interés que se cobran se expresan en términos nominales. Son fijadas y dadas a conocer de manera que coincidan con la tasa del PRBC (pagaré reajutable del Banco Central) más un margen que crece a medida que aumenta la demanda por estos préstamos. Existen tres tramos de disponibilidad de estos préstamos, en los que se aplican tasas de interés marginales progresivas. La utilización de esta línea se encarece progresivamente, teniendo el primer 40% de la línea una tasa equivalente a la del PRBC más 20 puntos de base; el 30% siguiente corresponde a la del PRBC más 45 puntos de base; y el último 30% corresponde a la del PRBC más 95 puntos de base. Por consiguiente, si un banco solicita el total de su línea de crédito para liquidez, la tasa promedio ponderada equivale a la del PRBC más 50 puntos de base.

Las tasas de préstamos interbancarios pueden situarse normalmente en torno al costo financiero del primer tramo de la línea de crédito del Banco Central.

Las tasas de interés cobradas por la línea de crédito de liquidez se determinan con el objeto de estabilizar las tasas de interés sobre los préstamos interbancarios. En situaciones de relativa escasez de liquidez, los bancos moderan el aumento en las tasas de préstamos interbancarios, al solicitar la línea de crédito para liquidez ofrecida por el Banco Central. De esta manera los mencionados recursos se asignan en el sistema bancario, estableciéndose límites para la determinación de las tasas interbancarias. Si el sistema financiero solicita un redescuento por un monto equivalente al del segundo tramo, entonces la tasa de préstamos interbancarios será negociada a un valor igual o superior al del redescuento solicitado.

Por otra parte, en situaciones de exceso transitorio de liquidez de corto plazo, las tasas de préstamos interbancarios descenderán hasta alcanzar el valor de la tasa ofrecida por los depósitos para cumplir con las exigencias de reserva técnica en el Banco Central. Este exceso de fondos puede ser reasignado hacia bancos que tienen obligaciones de cumplir con la reserva técnica, los cuales pueden ser depositados en el Banco Central, de manera de que las tasas de los mencionados depósitos constituyen el piso para las tasas interbancarias.



### 5.3 Operaciones de mercado abierto

Otra modalidad utilizada para modificar las condiciones de liquidez de la economía está constituida por la realización de operaciones de mercado abierto de compra o venta de instrumentos financieros. En Chile, estas operaciones de mercado abierto se realizan utilizando deuda emitida por el propio Banco Central. Una venta de instrumentos financieros del Banco Central involucra rescatar pasivos monetarios mediante la colocación de deuda interna en el mercado financiero. Normalmente esta operación modificará las condiciones de liquidez, lo que se reflejará en una presión alcista de las tasas de interés. Por el contrario, si el Banco Central adquiere títulos de deuda interna originalmente en poder del sector privado, por la vía de entregar dinero a cambio, la base monetaria aumentará. Con ello se crearán presiones para que las tasas de interés descendan. De lo anterior se desprende que una operación de mercado abierto puede ser empleada con fines anticíclicos.

Es preciso mencionar que estas operaciones constituyen el instrumento más poderoso, directo y apropiado para controlar en el corto plazo las condiciones de liquidez en una economía. Las posiciones de reservas de los bancos son afectadas más directamente por operaciones de mercado abierto que por cambios en los requisitos de encaje o en las condiciones del redescuento.

No obstante que en muchos países de América Latina el mercado para transar instrumentos de deuda pública interna ha tenido escaso desarrollo, en Chile, gracias al nuevo sistema previsional, el desarrollo de este mercado ha sido significativo. Esto facilita la autonomía y la eficiencia de la política monetaria, permitiendo neutralizar el impacto monetario del sector externo.

#### 5.3.1 *Pagarés del Banco Central*

La política monetaria se ejecuta básicamente mediante la venta de pagarés de emisión propia, con una tasa de interés conocida (señal de tasa), que se ofrecen a instituciones financieras bajo la modalidad de ventas por ventanilla.

Las ventas por ventanilla abierta corresponden a la colocación de pagarés de corto plazo, los cuales bajo condiciones financieras conocidas son demandados discrecionalmente por parte de las respectivas instituciones

financieras.<sup>9</sup> La política monetaria de tasas se implementa fundamentalmente mediante la fijación de las tasas de interés para esos instrumentos financieros.

El principal instrumento de la política monetaria es el pagaré reajutable del Banco Central de Chile (PRBC), que es un título indexado a la inflación que se vende diariamente con descuento y con un plazo de vencimiento de 90 días. En torno a dicha tasa de interés la política monetaria define el conjunto de tasas de los restantes instrumentos monetarios, lo que permite dar consistencia a la estructura de las tasas activas y pasivas de los instrumentos de operación monetaria. Este bono se ofrece continuamente a las instituciones financieras, pudiendo ser adquirido libremente a través del mercado primario, permitiendo de esta forma la adecuación de la liquidez de la economía.

El segundo instrumento para captar recursos líquidos ha sido un pagaré nominal a más corto plazo, denominado pagaré descontable del Banco Central de Chile (PDBC). Su plazo de vencimiento es de treinta días, y se ofrece al mercado una vez a la semana mediante una ventanilla abierta de venta. Estos instrumentos se venden con descuento y con un rendimiento que se expresa en términos nominales. Este pagaré, al tener implícita en su rendimiento una tasa real vinculada a la tasa ancla (equivalente a PRBC menos 40 puntos de base), permite que los agentes económicos extraigan de dicha rentabilidad la señal de inflación estimada por el Banco Central para el mes en curso, con lo cual, dado que la Unidad de Fomento (unidad de cuenta de nuestro sistema de indexación) varía con la inflación del mes precedente, les permite a los agentes anticipar la variación de la Unidad de Fomento para el mes siguiente, facilitando el ajuste en las tasas nominales de captación para el mismo plazo. En la actualidad, este último rol es el más importante que desarrolla este instrumento, debido a que la información que proporciona permite a los bancos validar sus estimaciones de inflación mensual esperada, permitiendo un ajuste gradual y paulatino en la tasa de captación a treinta días.

En resumen, el Banco Central posee una ventanilla abierta de ventas para estos dos instrumentos a tasas de interés real y nominal preanunciadas. Las ofertas de PRBC y PDBC se realizan en exactamente las mismas condiciones para cada institución financiera. En términos generales, las tasas de

---

<sup>9</sup> El Banco Central coloca en forma directa sus instrumentos exclusivamente en los bancos, sociedades financieras, administradoras de fondos de pensiones y compañías de seguros. Los particulares u otros agentes pueden tener acceso indirecto mediante un banco o al adquirir dichos instrumentos en mercados secundarios.

interés del mercado financiero tienden a estar alineadas con las tasas de interés del Banco Central. Las tasas de los PDBC y PRBC ejercen una significativa influencia en las tasas de interés de captación de los bancos. Normalmente éstas tienden a estar por sobre las bancarias, por lo que establecen un piso a las tasas de captación reales y nominales en el sistema financiero. Cuando se presentan situaciones de insuficiente liquidez, las tasas del Banco Central tienden a situarse por debajo de las tasas pasivas de los bancos. El mercado primario de compradores de PRBC está constituido por los bancos, sociedades financieras, los fondos de pensiones y las compañías de seguros, los que pueden adquirir a las tasas vigentes el monto que deseen de estos títulos de deuda. Los PDBC pueden ser adquiridos en el mercado primario exclusivamente por los bancos y sociedades financieras a tasas de interés predeterminadas.

En condiciones normales de liquidez, la política de tasas de interés del Banco Central es capaz de establecer un piso para la tasa pasiva de las instituciones bancarias. Lo anterior se explica por la ausencia de una alternativa de inversión de los recursos excedentarios que sea más ventajosa que los instrumentos financieros del Banco Central. Ambas tasas de interés serán arbitradas y el margen entre las tasas del Banco Central y las tasas de interés por depósitos del sistema financiero lo dará el costo de mantener reservas.

De igual manera, las expansiones monetarias originadas por la no renovación de los pagarés vencidos, el uso de líneas de crédito para liquidez (redescuento) y las operaciones de cambio, entre otros factores, establecen un techo para las tasas interbancarias en el caso de que dichas operaciones proporcionen la liquidez necesaria para satisfacer los aumentos en la demanda de dinero, evitando así alzas indeseadas en las tasas de interés de mercado.

Debe señalarse que el arbitraje antes mencionado sólo genera estos efectos como una tendencia; en otras palabras, en las condiciones indicadas la única tendencia es hacia el nivel mínimo o máximo, respectivamente.

Por último, es importante subrayar que cualquier cambio en la instancia de la política se refleja principalmente en variaciones de la tasa de interés ancla del PRBC.

### *5.3.2 Compras con pacto de retroventa (REPO)*

Esta adquisición de deuda no monetaria emitida por el Banco Central bajo un acuerdo de retroventa constituye otra modalidad para proporcionar liquidez a la economía durante períodos cortos.

Los REPO comenzaron a ser utilizados a mediados de 1993 con el objeto de establecer un techo a las tasas de interés interbancarias a un día plazo, en situaciones de iliquidez de corto plazo, en que el redescuento ha resultado insuficiente para impedir el aumento en las tasas de interés interbancarias.

La utilización de este instrumento no ha sido muy frecuente. Las operaciones REPO son realizadas bajo la discrecionalidad del Banco Central para solucionar problemas de iliquidez en el mercado.

El vencimiento de las operaciones REPO puede fluctuar entre 1 y 360 días; normalmente estas operaciones han sido a plazos diarios que se han renovado también en forma diaria. En todo caso, la realización de este tipo de operaciones requiere como garantía títulos de deuda del Banco Central.

### *5.3.3 Licitaciones de pagarés de largo plazo*

Las ventas de bonos a largo plazo se efectúan mediante un mecanismo de subasta o licitación. De este modo se ofrecen periódicamente instrumentos a mediano y largo plazo por montos fijos y predeterminados, donde el mercado determina las tasas de interés de los pagarés adjudicados. Tal como se indicó al comienzo de este trabajo, el origen y el objetivo de esta forma de colocar instrumentos financieros de captación de recursos, se sustenta en el hecho de que el Banco Central tiene a su cargo el manejo de la deuda pública interna del país, con lo cual por “razones de tesorería” debe procurar distribuir estos pasivos a lo largo del tiempo de la mejor forma posible, aumentando el plazo promedio de su deuda y simultáneamente cuidando que la economía disponga de la liquidez adecuada. De esta manera, con un mejor perfil de vencimientos de estas obligaciones, se eliminan factores que en determinadas coyunturas pueden generar problemas en la administración de la política monetaria.

Si la deuda interna del Banco Central se concentra en el corto plazo y al mismo tiempo se generan expectativas negativas que dificulten o atrasen la renovación de dicha deuda, la base monetaria aumentará significativamente. Lo anterior producirá “ruidos” en las expectativas, lo que dificultará artificialmente su esterilización mediante la colocación de bonos así como también generará problemas en la implementación de la mencionada política monetaria.

El Banco Central realiza la tarea de manejar la política de deuda interna en lugar del Gobierno, mediante el establecimiento de una clara

separación entre ambas funciones (monetaria y de tesorería). De este modo se ha empeñado en mejorar la estructura de vencimientos de la deuda pública, colocándola a plazos más largos y procurando simultáneamente disponer de un acervo adecuado de deuda interna de corto plazo, que opere como la principal fuente de liquidez. En el Cuadro N° 2 del anexo se muestra cómo la deuda interna del Banco Central ha caído desde un 40% del PIB en 1990 a 33% en 1993, lo que indica a todas luces un manejo responsable de “tesorería”.

Actualmente las licitaciones se realizan dos veces por semana, mediante el ofrecimiento de los pagarés reajustables con pago en cupones (PRC), que se caracterizan por tener un plazo de vencimiento de 8, 10, 12, 14 y 20 años, con un cupones fijos de pagos de capital e interés de periodicidad semestral. Estos bonos son indexados y presentan una determinada tasa facial anual.

En el último tiempo, el plazo promedio para la deuda interna del Banco Central ha aumentado de 2 años en diciembre de 1991 a 3,4 años en diciembre de 1994. La actual política también ha logrado que el monto subastado de estos bonos sea levemente superior al de sus respectivos vencimientos.

Las tasas de corte de las subastas se hacen extensivas a todas las instituciones adjudicatarias (sistema holandés),<sup>10</sup> permitiendo así que además de los bancos, los inversionistas institucionales como fondos de pensiones y compañías de seguros participen en estas licitaciones .

### *5.3.4 Requerimientos de encaje legal y reserva técnica*

El encaje legal tiene que cumplir variados roles. En primer lugar, provee de una protección al sistema de pagos ante una situación en que los bancos afronten problemas. En segundo lugar, los encajes tratan de estimular una conducta de precaución por parte de los bancos ante la posibilidad de retiros inesperados de depósitos.

Adicionalmente, modificaciones en el encaje legal tienen como efecto alterar la posición de exceso de encaje de los bancos, pudiendo afectar significativamente la oferta monetaria. Por ejemplo, un aumento del encaje legal constituye una política de carácter contractivo que debilita la capaci-

---

<sup>10</sup> V.V. Chari y Robert J. Weber (1992 ). Este sistema de adjudicación fomenta la existencia de mayor competitividad en las propuestas de aquellos que requieren nuestros bonos.

dad crediticia de los bancos. Ante una medida de esta naturaleza, los bancos reaccionarán reduciendo el crédito y vendiendo parte de su portafolio de inversiones. La reducción del crédito tendrá un efecto multiplicador contractivo en los depósitos a la vista, lo que finalmente se reflejará en una caída en la cantidad de dinero. Lo anterior tendrá como impacto un alza de la tasa de interés y un estímulo por un mayor uso del redescuento.

Resulta conveniente mencionar que en Chile los requerimientos de encaje se establecen normalmente como promedios de períodos para ayudar a estabilizar la liquidez de la economía. Así por ejemplo, en el evento de un exceso de liquidez que conduce a una reducción de las tasas de interés, el menor costo de oportunidad de mantener reservas probablemente adelanta el cumplimiento del encaje exigido.

En Chile, con la excepción de un ajuste técnico realizado en 1994, el encaje legal en moneda nacional se ha mantenido fijo por largo tiempo (desde principios de la década pasada), por lo cual no se ha empleado como instrumento de control monetario. Esto tiene la ventaja de facilitar el proceso de intermediación financiera, ya que se trata de un elemento de la estructura de costos de los bancos, conocido previamente y estable a lo largo del tiempo. Los depósitos a plazo están sujetos a un encaje legal de 3,6%, mientras que a los depósitos a la vista se les aplica un encaje legal de 9%, lo que implica para fines de 1994 una tasa promedio ponderada de 4,5% para todas las obligaciones. Existe una remuneración para el encaje legal correspondiente a depósitos a plazo domésticos que equivale al 50% de la variación de la UF (IPC desfasado) durante el período de encaje.

El encaje legal es medido mensualmente y es calculado diariamente (en días calendario) desde el noveno día de un mes hasta el octavo día del mes siguiente, ambos incluidos. La línea de crédito de liquidez ha sido concebida para proporcionar liquidez de corto plazo y así agilizar el cumplimiento del encaje legal, lo que permite facilitar el cumplimiento de las normas en forma continua durante el período de encaje, y de paso estabilizar la tasa de interés interbancaria.

La reserva técnica corresponde a un encaje especial de 100% sobre las obligaciones a la vista y a plazo con un período residual de vencimiento de 10 días, que excedan de 2,5 veces el capital y reservas del correspondiente banco. En caso de falencia de la institución financiera, se permite la activación del seguro de depósitos sobre dichos recursos. Esta reserva puede constituirse mediante instrumentos emitidos por el Banco Central con plazos residuales iguales o inferiores a 90 días, en efectivo o bien depositando en una cuenta especial para ese propósito en el instituto emisor, a una tasa real anual de PRBC menos 430 puntos base.

Para depósitos en moneda extranjera se aplica un encaje legal transitorio que tiene las siguientes características:

- La tasa es de 30%;
- La base es el saldo de depósitos en moneda extranjera;
- No genera remuneración;
- El período de encaje es similar al anterior.

A continuación se indica la importancia relativa de los diversos instrumentos de política monetaria y su tasa de interés asociada, a octubre de 1994.

CUADRO N° 1 INSTRUMENTOS DE OPERACIÓN MONETARIA

Instrumentos	Tasa real anual %	Arocc Oct 94 US\$ Mill. %	% PIB
Pagarés			
PRBC	6,10	3,969	7,8
PDBC	5,70	26	0,15
Línea de crédito de Liquidez*			
1er tramo	6,30	196	0,4
2do tramo	6,55	147	0,3
3er tramo	7,5	147	0,3
Encaje y reserva Técnica**			
Obligaciones a la vista	9,00	2,434	4,8
Obligaciones a plazo	3,6	12,581	24,7
Reserva técnica	100,00	1,625	3,2

\* Montos máximos de crédito.

\*\* Tasas nominales

En octubre de 1994, la tasa de interés señal de los pagarés reajustables del Banco Central (PRBC) tenía un nivel de 6,10% real anual. Esta tasa, además de constituir la señal de la política monetaria, tenía la característica de tasa, ancla, pues en función de ella se definía el nivel de las tasas de los diferentes instrumentos monetarios. El pagaré descontable del Banco Central (PDBC) tenía una tasa igual a la del PRBC menos 40 puntos base, las tasas de los tramos de la línea de crédito de liquidez eran iguales a la tasa de PRBC más 20, 45 y 95 puntos base, para el primer, segundo y tercer tramo, respectivamente.

## 6. Intervención del Banco Central en el mercado monetario

Con el fin de administrar eficientemente la liquidez, es importante contar con un diagnóstico de la situación de corto plazo del mercado financiero. Diversos factores son determinantes para la existencia de exceso o déficit de liquidez. Una mayor demanda de dinero de parte del sector privado, o una demanda más intensa de reservas de parte de los bancos, provoca un aumento en la demanda de dinero, mientras que el aumento en el crédito interno del Banco Central o en las reservas internacionales ocasiona una expansión de la oferta monetaria. Las operaciones fiscales pueden constituir una importante fuente de inestabilidad en el corto plazo. Sin embargo, en el caso de Chile se observa un alto grado de coordinación con el fisco, lo que permite conocer por anticipado los flujos relevantes de fondos fiscales. Al mismo tiempo, los cambios drásticos en las reservas internacionales ejercen una poderosa influencia, aunque pueden ser neutralizados con relativa rapidez. La tercera fuente de inestabilidad es la demanda de dinero, que muestra un patrón claramente estacional además de algunos elementos estocásticos.

Existen en la práctica diversas combinaciones de políticas que podrían aplicarse para acomodar las necesidades de liquidez en el corto plazo. Si bien hay consenso en que el principal objetivo final de la política monetaria es lograr la estabilidad de los precios, normalmente en las operaciones cotidianas, la autoridad velará por que exista una administración de la liquidez sin sobresaltos. De hecho, los objetivos operativos del Banco Central están generalmente orientados hacia la tasa de interés de corto plazo. Ésta es administrada teniendo en cuenta objetivos intermedios y finales, pero en combinación con instrumentos que permiten un ajuste marginal de la liquidez requerida por los bancos.

Los instrumentos disponibles pueden ser clasificados por categorías, distinguiéndose entre operaciones disponibles en cualquier momento ofrecidas a una tasa de interés conocida mediante una ventanilla abierta, utilizada por iniciativa de los bancos, y operaciones usadas con mayor discrecionalidad. Mientras algunas operaciones son utilizadas en forma regular, otras son empleadas más ocasionalmente. El primer tipo de operaciones proporciona la mayor parte de la liquidez, mientras que las demás son empleadas para la sintonía fina de la liquidez.

Entre las operaciones disponibles libremente por parte de las instituciones financieras se puede mencionar la línea de crédito de liquidez, la compra de instrumentos de deuda del Banco Central y las posibilidades de depósitos de reserva técnica.



La existencia de alternativas de refinanciamiento, con o sin límites cuantitativos, en particular la tasa de interés de refinanciamiento, puede considerarse como una importante señal del carácter de la política monetaria que se sigue, y puede transformarse en un techo para las tasas de interés de corto plazo y en una válvula de escape para los desequilibrios de liquidez.

En Chile, las tasas de interés para las líneas de crédito son fijadas normalmente por sobre las tasas de mercado y en general satisfacen las necesidades de liquidez de los bancos. Sin embargo, en algunas situaciones pueden resultar insuficientes.

El caso de las operaciones de mercado abierto es interesante, ya que su uso a escala mundial se ha intensificado significativamente como resultado de la alta flexibilidad que presentan en cuanto a volumen, plazos de vencimiento y a la oportunidad en que pueden emplearse. Se ha comenzado a utilizar progresivamente los REPO y REPO en reversa a corto plazo como métodos adicionales para intervenir y acomodar las condiciones del mercado de corto plazo.

La mejor manera de entregar señales de política es mediante el uso de las tasas de interés oficiales del Banco Central. Diversos bancos centrales proporcionan señales a través de una tasa de interés clave única. Además, en diversas oportunidades se utiliza una política de sintonía fina para contrarrestar *shocks* temporales, sin alterar la principal señal de política monetaria transmitida.

Sin embargo, en el caso de problemas en el mercado cambiario, los procedimientos adoptados para la sintonía fina de cantidades, sin modificar la señal de tasa de interés que entrega la política monetaria, pueden ser interpretados erróneamente. A pesar de este hecho, también es posible que las alteraciones de los procedimientos de corto plazo refuercen el impacto de las señales de la política monetaria transmitidas mediante tasas de interés. Los REPO constituyen un típico caso de operaciones usadas para afectar la tasa de interés del mercado a corto plazo, con el fin de realinear los tipos de interés de mercado con la señal de tasas existente para operaciones disponibles en cualquier momento, y que son establecidas de acuerdo con los objetivos monetarios de mediano plazo.

En Chile, a través de las operaciones de mercado abierto se transmite la señal más importante de política monetaria, mediante la determinación de la tasa de interés de su propio instrumento de deuda PRBC, el que se ofrece bajo la modalidad de ventanilla abierta. Esta tasa doméstica puede diferir de la tasa externa si el grado de movilidad de capitales es imperfecto debido a la existencia de ciertas restricciones a los flujos financieros externos, o si en

el régimen cambiario prevalecen algunos riesgos para el tipo de cambio como ocurre actualmente. Una vez determinadas las tasas de interés del Banco Central, el sistema financiero debe enfrentar a una oferta infinitamente elástica, que permite que cualquier exceso de liquidez sea atraído por el Banco Central mediante la ventanilla abierta de venta de estos títulos de deuda.

Por otra parte, un déficit de liquidez puede dar lugar a que se utilice más intensamente el redescuento y a que se postergue la renovación de la deuda vencida, generando una mayor entrada de capital desde el exterior. Si la iliquidez es muy significativa, entonces la tasa de interés interbancaria tenderá a aumentar, lo que puede motivar la intervención del Banco Central mediante los REPO.

El efecto de las operaciones de mercado abierto en las tasas de mercado depende de las características esenciales de esos instrumentos tales como su denominación, sus tasas de interés, su liquidez, el plazo de vencimiento y el riesgo, así como de la interpretación que el sector privado le otorgue a esas operaciones. De hecho, las operaciones de mercado abierto pueden inducir cambios en las expectativas, que pueden tornar más impredecible la curva de rendimiento. Por ejemplo, es probable que una compra de mercado abierto que reduzca las tasas de interés a corto plazo sea interpretada por el sector privado como una señal de futura recesión, lo que podría detener planes de inversión futura y generar efectos contrarios a los deseados.

Alternativamente es posible que una adquisición de mercado abierto genere expectativas de que en el futuro continuarán los cambios de política en igual sentido. Es por ello que el impacto que tiene el diseño de política sobre las expectativas es fundamental para su buen éxito.

En Chile, los cambios en los instrumentos claves de política monetaria, esto es, la tasa de interés del PRBC, no obedecen a motivos relacionados con el corto plazo sino que corresponden a una señal de instancia de la política monetaria. Es más, debido al alineamiento de la tasa de redescuento con la tasa del PRBC, no se generan efectos procíclicos atribuibles al redescuento.

En líneas generales es posible sostener que las expectativas en el mercado financiero juegan un rol esencial en la administración de la liquidez. En realidad, cuando las expectativas respecto de las tasas de interés del mercado financiero difieren de la tasa de interés administrada por el Banco Central, el manejo de la liquidez se torna mucho más complicado. Si el mercado espera un aumento de la tasa de interés, los vencimientos de estos papeles no serán renovados. El consiguiente aumento en la liquidez puede

involucrar un descenso en los tipos de mercado a corto plazo, incluso hasta llegar a un nivel inferior al de la tasa establecida por el Banco Central para sus PRBC. Por el contrario, si se espera que estas tasas descendan, aumentará la demanda de instrumentos del Banco Central, lo que producirá una contracción monetaria. El mercado monetario reflejará entonces un déficit de liquidez.

Es posible analizar la situación de liquidez de la economía considerando el comportamiento de la tasa de interés interbancaria y las proyecciones diarias de la situación de caja en moneda extranjera y moneda nacional efectuadas por el Banco Central. En éstas deben tenerse en cuenta las operaciones de cambio, que repercuten obviamente en la base monetaria. En Chile, las operaciones cambiarias se efectúan cuando el Banco Central interviene en el mercado de divisas o cuando el sector fiscal intercambia con el Banco Central moneda extranjera por moneda nacional.

La situación de caja del Banco Central considera las operaciones de cambio ya sea como egresos o ingresos. Dentro de los egresos de caja más importantes se cuentan los vencimientos de pagarés y los retiros de Depósitos del Fisco. Entre los ingresos de caja para el Banco Central se cuentan los pagos de líneas de crédito al Banco Central, las compras de pagarés a dicha institución, los cupos de licitación de deuda de largo plazo, los fondos depositados en el Banco Central, etc. De estas partidas hay algunas conocidas con antelación como los pagos de los créditos y los vencimientos de papeles. Otras que de acuerdo al presupuesto del Fisco pueden ser predichas con algún grado de exactitud y por último los mecanismos de ajuste del sistema ya sea a través de la compra o venta de papeles o de flujos de crédito o de depósitos o en su defecto a través de operaciones de cambio endógenas. En el caso que se analiza a continuación, supondremos que la válvula de escape central es la compra de papeles por parte del sistema financiero bajo un esquema de tasa de interés predeterminada.

En consecuencia, es posible proyectar una brecha entre la variación de la emisión estimada de acuerdo al modelo empírico de demanda de dinero, y lo que se proyecta será la liquidez a través de las proyecciones de caja:

$$dH = \text{Egresos} - \text{Ingresos} - \text{Brecha}$$

La brecha indicará la necesidad de ajuste en la liquidez requerida en términos ex ante. Bajo este esquema, una brecha negativa indica un déficit de liquidez en el mercado, lo que se reflejará en un aumento de la tasa de interés. De hecho en períodos de iliquidez en que escasean los vencimien-

tos de deuda interna, y bajo una ventanilla abierta de venta de instrumentos, se puede producir una fuerte alza en las tasas de interés de mercado. En tal situación de corto plazo, las operaciones de mercado abierto (OMA) pueden usarse con el fin de contrarrestar una caída no deseada de las reservas bancarias o alteraciones bruscas en las tasas de interés. A fin de superar dichos problemas de iliquidez, es frecuente que muchos países utilicen específicamente el mecanismo de los REPO que permite al Banco Central comprar instrumentos de deuda bajo el acuerdo de que el vendedor recompra dichos activos a un plazo corto preespecificado. Estos REPO pueden adoptar tanto la modalidad de licitación como la de ventanilla abierta.

Si el Banco Central percibe el problema de iliquidez como transitorio pero no quiere validar el aumento de las tasas de mercado, puede otorgar liquidez a través del mecanismo de los REPO y también a través de las líneas de crédito de liquidez. La contrapartida de estos egresos e ingresos es la variación de la emisión. La transitoriedad de dicho problema también plantea como alternativa válida no actuar.

Si la conducta de iliquidez proviene de una sobrecompra de papeles por motivos de especulación de los bancos con las tasas de interés, el Banco Central querrá no validar dichos intentos especulativos, evitando la intervención. Si dicha situación de iliquidez se prolonga en el tiempo y la economía se encuentra en medio de un ajuste, esta situación puede incluso ayudar a profundizar el ajuste, lo que puede ser deseable en ciertas ocasiones. En el corto plazo, tanto la tasa de interés interbancaria como las proyecciones de ingresos y egresos de caja son claves a la hora de evaluar el comportamiento de liquidez del sistema.

En el caso de episodios de iliquidez, las tasas de los papeles del Banco Central tienden a estar por debajo de las tasas por depósitos bancarios. Asimismo, las tasas interbancarias tienden a situarse en el rango superior de tasas de las líneas de crédito de liquidez.

En relación a la estructura temporal de tasas de interés, es normal que en medio de un ajuste dicha estructura de tasas tenga pendiente negativa. De modo similar, en un período de *boom* es natural que la estructura de tasas sea levemente más empinada que lo normal. Sin embargo, si la pendiente de la curva de rendimiento es persistentemente negativa, se estaría reflejando una demanda por instrumentos de largo plazo más allá de lo considerado como normal. Lo natural en dichas circunstancias sería aumentar los cupos de deuda de largo plazo y, si fuera posible, relajar la instancia clave de política monetaria. En la situación opuesta, cabría hacer justamente lo contrario.

## 7. Innovaciones en el entorno económico y ajustes monetarios

La política monetaria ha sido sometida a diversas innovaciones que obedecen a cambios en el ambiente o a problemas detectados en su funcionamiento.

Así, por ejemplo, durante 1989 el Banco Central puso en práctica un sistema de licitación de pagarés a mediano y largo plazo que posibilitaba el acceso de inversionistas institucionales —en especial fondos de pensiones y compañías de seguro— a instrumentos de bajo riesgo que pueden contribuir a mejorar el calce con sus obligaciones o pasivos. Además, esta política ha permitido que el Banco Central alargue el perfil de vencimientos de su deuda interna, a la vez que ha inducido a una mayor estabilidad de la liquidez.

Aun cuando en 1990 el Banco Central realizó una política de ajuste fijando directamente la tasa de sus títulos de largo plazo, la expectativa de que el ajuste iba durar claramente menos (1 a 2 años) que el plazo de vencimiento (10 años) de estos papeles generaba grandes ganancias de capital esperadas que tendían a sobreajustar la economía. Luego de ese episodio, el Banco Central comenzó a entregar al mercado financiero la libre determinación de las tasas para los instrumentos de plazos más largos, después de haber logrado una recomposición del perfil de vencimientos de los títulos de deuda con el fin de facilitar el manejo monetario. La lección es que estas tasas no constituyen un instrumento de la política monetaria y su determinación se ha dejado al mercado a través de los mecanismos periódicos de licitación y la libre operación de los mercados secundarios para los instrumentos de renta fija. La estructura de tasas debe reflejar las condiciones de liquidez y riesgo de los títulos y las expectativas sobre las tasas cortas en el futuro, lo que da un perfil para el costo intertemporal de los fondos que se ajuste al equilibrio en el mercado del crédito. La política de “tesorería” busca que la participación del Banco Central en estos mercados como emisor de títulos sea lo más neutral posible, con un impacto mínimo sobre la curva de retorno del mercado.

Uno de los elementos más importantes que han inducido cambios en esta política se refiere a las variaciones en el grado de movilidad del capital. Es así como después de la crisis de la deuda y a partir de 1990, Chile recuperó el acceso al mercado financiero voluntario, lo cual permitió recobrar la movilidad del capital.

La respuesta de la política ante estos nuevos acontecimientos ha sido aceptar un movimiento gradual hacia la liberalización de la cuenta de capitales, combinada con medidas destinadas a controlar el efecto desestabilizador de las entradas de capital de corto plazo.

Un primer ajuste importante de la política monetaria fue la eliminación del mecanismo de *swaps* de monedas que existía previamente, el que resultó de suma utilidad en condiciones de acceso limitado al financiamiento externo. Dicho mecanismo resultó ser incompatible con la política monetaria y las entradas de capital en el nuevo escenario externo. En efecto, los *swaps* fueron desalentados en marzo de 1990 y posteriormente eliminados en julio de 1992, ya que entregaba un seguro de cambios que en combinación con el diferencial de tasas de interés estimuló aún más la entrada de capital externo a corto plazo.

Otro ajuste significativo, y como reacción inmediata ante las entradas de capital, fue el aumento en la intensidad de la intervención cambiaria esterilizada a contar de 1990, la que ocurrió con particular fuerza entre 1990 y 1994. Con la esterilización de un monto considerable de divisas se pretendía mantener la independencia monetaria. La intervención esterilizada debe realizarse cuando la entrada de capital tiene un carácter transitorio; de otro modo esa práctica sería insostenible. En atención a la política monetaria aplicada, la esterilización ha ocurrido como resultado endógeno de decisiones privadas. La política monetaria independiente que se ha mantenido ha significado importantes pérdidas debido al diferencial de rentabilidad entre los activos de reserva y la tasa de interés de los pasivos financieros del Banco Central, además de algún costo en cuanto a generar un mayor nivel de precios en la economía originado en la política de mantención del tipo de cambio. Por último, cabe señalar que la creación y el aumento en el número de inversionistas institucionales han permitido que el Banco Central utilice más intensamente las operaciones de mercado abierto y de esterilización.

También y como reacción a las masivas entradas de capital, motivadas en parte por la existencia de amplios diferenciales de tasas de interés, en junio de 1991 se estableció por primera vez un encaje de 20% con el fin de detener las entradas de capital especulativo a corto plazo. Durante el resto de 1991 y 1992 esta exigencia se hizo extensiva a las líneas de crédito de comercio internacional y a los depósitos en moneda extranjera. En agosto de 1992 el encaje legal fue elevado a 30%.

Junto con establecer un encaje legal para las entradas de capital a corto plazo, la política cambiaria ha buscado intensificar el rol del mercado en la determinación del tipo de cambio de manera de poder mantener un mayor grado de independencia monetaria. En efecto, la banda de flotación fue ampliada y su centro fue vinculado a una canasta de monedas.

Es importante mencionar también que diversos episodios de iliquidez interna condujeron a la introducción del mecanismo de los REPO, lo cual permitió manejar más eficazmente la liquidez del mercado. Durante 1993, el

Banco Central creó el mecanismo de los REPO, mediante el cual se han enfrentado y superado situaciones coyunturales de iliquidez, disminuyendo la volatilidad en la tasa interbancaria.

## **8. Cambios en la modalidad de la política monetaria**

A fines de mayo de 1995, el Banco Central introdujo una serie de modificaciones sobre la forma en que opera su política monetaria. El cambio de política monetaria sólo busca ampliar y perfeccionar el instrumental disponible con el objeto de lograr el mismo objetivo intermedio: el control del gasto agregado compatible con la evolución del producto potencial y nuestras posibilidades de financiamiento externo permanente, de manera de obtener las metas finales de estabilidad de precios y de normal desarrollo de los pagos internos y externos.

Las recientes medidas constituyen un paso adicional en el proceso de entregar un mayor rol y flexibilidad de ajuste al mercado en la determinación de los precios macroeconómicos fundamentales: el tipo de cambio real y la estructura de tasa de interés. Este proceso se ha visto reflejado en la ampliación de la banda de flotación del tipo de cambio y en una intervención más esporádica del Banco Central en dicho mercado, en el creciente rol del mercado en la libre determinación de las tasas largas para los instrumentos del Banco Central y ahora en las recientes modificaciones a la forma en que el Banco Central opera en los mercados financieros de más corto plazo.

Con la nueva modalidad de política, el Banco Central no ha renunciado a influir sobre el nivel de las tasas de interés como mecanismo de control macroeconómico, pero ha traspasado al mercado un mayor rol en su determinación. Con el fin de operar una política monetaria con instrumentos más flexibles y eficaces, el Consejo del Banco Central decidió modificar la modalidad que hasta ahora había adoptado en la ejecución de su política monetaria, dejando de ofrecer montos ilimitados de PRBC a 90 días a una tasa fija para concentrar el peso de la política monetaria en el uso de las tasas de interés de un día para instrumentalizar su ejecución.

En la actualidad, el Banco Central lleva a cabo licitaciones periódicas de los instrumentos reajustables a 90 días con cupos preestablecidos y anunciados previamente antes del inicio de cada periodo de encaje, de manera que el mercado determina las tasas de interés a este plazo. La intervención en los mercados de PDBC a 30 días se realiza a una tasa de interés compatible con la licitación de los PRBC del día anterior, habida cuenta de las diferencias de liquidez y riesgo entre estos instrumentos. Este

instrumento se ofrece los días miércoles bajo la modalidad de ventanilla abierta, a una tasa de interés equivalente a la tasa de corte de los PRBC menos 40 puntos base, de la licitación inmediatamente anterior.

Esta modificación significa que el Banco Central en lugar de fijar directamente la tasa de interés para la venta de los documentos a 90 días, traspasa el peso de la política a los instrumentos de más corto plazo, lo que entrega mayor flexibilidad y eficacia a la política monetaria. El Banco Central cuenta con una serie de mecanismos que aseguran la mantención de las tasas de interés dentro de un rango de equilibrio. En efecto, existen elementos explícitos que anclan las expectativas del mercado respecto a las tasas de interés cortas. Por una parte, se ha establecido una cuenta de depósito de liquidez en la cual se pueden efectuar depósitos a un día y obtener una cierta tasa nominal ligada a una tasa en UF. Esta alternativa de inversión establece un piso efectivo a la liquidez del sistema, y por lo tanto, a las tasas de interés de corto plazo; es decir, esto no significa que las tasas interbancarias deban ubicarse a este nivel. Por otra parte, el Banco Central puede proveer liquidez al sistema financiero para prevenir movimientos indeseados al alza en las tasas a través de las líneas de crédito de liquidez, como también a través de un manejo activo de las operaciones de compra de los títulos con pactos de retroventa (REPO). Además existe la posibilidad de alterar con cierto límite el cupo preanunciado de licitación de manera de afectar las tasas de interés a niveles que se consideren apropiados.

Las razones de fondo de esta modificación se encuentran en una serie de inconvenientes que presentaba operar la política monetaria con tasas a tres meses. Los cambios discretos en la tasa de retorno de los instrumentos a plazo generan ganancias o pérdidas de capital a sus tenedores, que son mayores mientras mayor es el plazo de emisión del instrumento. Estas expectativas de ganancias o pérdidas de capital generan especulación en el sistema financiero que intenta anticiparse a eventuales movimientos de tasas por parte del Banco Central. En el sistema anterior, estas expectativas no podían reflejarse en cambios de las tasas de interés de los instrumentos a 90 días prefijadas por el Banco Central, podían manifestarse a través de violentos cambios en la composición de plazos de la cartera del sistema financiero y en anormales giros en la curva de retorno, lo que desde la perspectiva del Banco Central dificultaba el control de la liquidez y distorsionaba el normal funcionamiento del mercado financiero.

Así, por ejemplo, si la economía se encaminaba hacia una fase expansiva del ciclo económico y los agentes comenzaban a anticipar un aumento en el nivel de las tasas, los operadores del mercado financiero respon-



dían disminuyendo su demanda por todos los instrumentos a plazo del Banco Central. Los de mayor plazo podían ajustar sus tasas de retorno, mientras que los PRBC a 90 días dejaban de demandarse, pues su precio estaba fijado. Esto tendía a aumentar la liquidez del sistema financiero y reducía la tasa de más corto plazo en momentos en que las condiciones del ciclo aconsejaban justamente lo contrario. La razón de fondo era que la pérdida anticipada de capital producto del cambio de las tasas de interés a 90 días era equivalente a una tasa negativa de interés para el más corto plazo, lo que llevaba a una presión expansiva en los mercados crediticios. Este efecto, derivado de la operación de la política monetaria, podía generar mayores presiones de demanda y además aumentar la volatilidad de las tasas cortas. Frente a este tipo de situaciones, cabían dos tipos de respuesta: acomodar rápidamente las tasas a las variaciones de las expectativas o rigidizar las tasas para evitar la especulación del mercado y sus efectos adversos. La primera alternativa llevaba a perder el control sobre las tasas de interés y renunciar a la realización de una política monetaria estabilizadora, que pasaba a ser dictada por los movimientos en las expectativas. La segunda opción llevaba a la economía por un camino de más inestabilidad.

La salida natural del dilema era evitar que los cambios anticipados en la tasa de los instrumentos del Banco Central originen estos movimientos especulativos, lo que se logra mediante una política monetaria que controla las tasas de interés más cortas, y dejando que el mercado determine el resto de la estructura de tasas a partir de las tasas cortas. Con esto aumenta la eficacia de la política monetaria, lo que permite que los movimientos de las tasas cortas influyan sobre el resto de las tasas, de modo de mantener un mayor control sobre el curso del gasto agregado y la inflación.

En el nuevo escenario, las tasas de interés cortas también adquieren mayor flexibilidad lo que ante *shocks* que afectan la economía permite un ajuste no sólo de recomposición de cartera y tipo de cambio, sino que también de tasas de interés. En este sentido, el nuevo esquema puede absorber parte de la volatilidad existente en los mercados cambiarios.

En lo fundamental, así, se trata de un perfeccionamiento en la forma en que se realiza la política monetaria. Para mantener la misma intensidad de la política monetaria y a la vez permitir mayor flexibilidad a las tasas de interés, ha sido necesario permitir tanto un espacio al alza como a la baja de la tasa interbancaria, definido por las tasas de interés del depósito de liquidez y de la línea de crédito de liquidez. Justamente la inflexibilidad exhibida por el antiguo sistema que hacía tremendamente traumática la modificación de las tasas de interés explica en parte las modificaciones mencionadas. Es decir, bajo el nuevo sistema de tasas a un día plazo, el Banco Central podrá

modificar más frecuentemente dichas tasas. Lo anterior junto a la determinación de las tasas de los papeles a 90 días por parte del mercado, significa que existe un menor grado de compromiso con las tasas a 90 días. La gran ventaja del sistema anterior era la claridad de la señal de la política monetaria ya que su contenido informativo era mucho más simple: bastaba con mirar la tasa de los PRBC a 90 días para comprender el carácter de la política monetaria. Ahora, para entender dicho carácter, habrá que mirar las tasas a un día, los cupos de la licitación y los vencimientos. Esto le da mayores grados de libertad al Banco Central e introduce mayor variabilidad de corto plazo en las tasas a 90 días, posibilitando un mayor grado de discrecionalidad en la política monetaria del instituto emisor. Otra ventaja de la modalidad anterior era, sin duda, la mayor incidencia directa sobre las tasas de más largo plazo que afectan más directamente al gasto, pero al costo de introducir importantes inflexibilidades en dicho sistema y de generar espacios para la especulación y un comportamiento bastante anormal de la curva de rendimiento, con tasas de muy corto plazo muchas veces por encima de la de 3 meses.

Cabe mencionar también que las recientes medidas pueden llevar a una disminución de la volatilidad de corto plazo del tipo de cambio.

Se ha hablado de avanzar en la nominalización de la política monetaria, cabe destacar que los más grandes avances en este sentido ya se han hecho a través de la consolidación de una tendencia decreciente en la inflación y especialmente la marcada reducción en su volatilidad. En efecto, a lo largo del presente año la inflación se ha ubicado repetidamente en tasas entre 0,5% y 0,6% mensual. No sólo se ha avanzado en reducir el nivel de la inflación sino que también ha disminuido su variabilidad. Este es un fenómeno que tiene una serie de implicancias para el funcionamiento de la política monetaria que cabe señalar.

En primer lugar, la discusión sobre la eventual nominalización de la política monetaria pierde relevancia en la medida que las diferencias entre la variación de la unidad de fomento y la evolución de la inflación esperada son mínimas. En segundo lugar, la creciente estabilidad de la inflación y de las tasas de interés nominales implica que los agregados monetarios y el tipo de cambio pueden mostrar un comportamiento más estable, lo que facilita el manejo de la liquidez del sistema y evita una fuente de inestabilidad de la liquidez del sistema derivada de fluctuaciones en el costo alternativo de mantener dinero.

A su vez, la consolidación de una inflación baja y predecible facilita el desarrollo de operaciones financieras nominales de mayor plazo. Un aspecto fundamental dentro de este proceso es la credibilidad que se ha

construido a lo largo de los últimos años en cuanto a la decisión de las autoridades monetarias de que la inflación tenga una trayectoria gradualmente descendente. Esta credibilidad asegura a los agentes privados que no sólo en el horizonte cercano la inflación se encontrará dentro de un rango predecible, sino también que en el largo plazo las autoridades monetarias tomarán todas las medidas necesarias para asegurar que se mantenga controlada la inflación.

### **9. Resultados y situación económica reciente**

Parece adecuado subrayar la importancia de aplicar una política monetaria orientada hacia una reducción gradual y sistemática de la inflación. Sólo un ambiente macroeconómico que garantice una tasa de inflación baja y estable permitirá desarrollar completamente el potencial de crecimiento de la economía chilena. Es esencial recalcar la importancia de adoptar políticas con la adecuada oportunidad, evitando la precipitación.

A fines de 1992, el Banco Central planteó al país la necesidad de moderar el crecimiento del gasto, aunque en ese entonces la economía seguía exhibiendo una trayectoria inflacionaria descendente. Sin embargo, en esa época surgieron diversos síntomas, como una significativa aceleración del gasto, que aconsejaban una moderación del impulso económico.

Algunos acontecimientos posteriores demostraron la conveniencia de adoptar la política de ajuste. En efecto, el significativo crecimiento del gasto podría haber originado un aumento en la inflación, empeorando aun más las cuentas externas. Sólo la persistencia de la política monetaria, conjuntamente con una menor demanda y un deterioro de los términos de intercambio en 1993, permitió restringir el crecimiento del gasto y la producción.

El control oportuno del gasto evitó un aumento inflacionario que más adelante podría haber significado una caída sustancial de la actividad económica. Por el contrario, el retorno gradual a la tendencia inflacionaria descendente ha sido esta vez el resultado de un modesto sacrificio en el crecimiento económico, sin ninguna reducción significativa en la inversión.

A pesar de que el crecimiento económico de 1994 fue de 4,2%, menor que el promedio de los últimos diez años (cerca de 6,5%), constituye un resultado más que satisfactorio durante un período de ajuste. Uno de los efectos más notorios de este proceso de ajuste para 1994 ha sido que el gasto interno crezca menos que la producción, lo cual resultó indispensable para evitar la activación de posibles presiones inflacionarias adicionales y mantener un ritmo de crecimiento sostenido a lo largo del tiempo. El creci-

miento del gasto, del orden de 3% en 1994, no es un resultado insignificante, en especial si se considera que se alcanzara al cabo de dos años en que el gasto aumentó en promedio más de 10% en términos reales. El ajuste experimentado por el gasto ha permitido revertir el incipiente impulso inflacionario, lo que contribuyó al logro de la meta inflacionaria de 1994, de entre 9 y 11% (véase Cuadro N° 2).

Al control estricto del gasto global debe agregarse la credibilidad generada por el logro de las metas inflacionarias fijadas desde 1991, que hasta ahora ha sido un elemento clave en el éxito de la política de reducción gradual de la inflación. Es importante recalcar que la dinámica de la inflación durante 1994 refleja que el ajuste del gasto produjo resultados adecuados en la lucha contra ese fenómeno. En vista del rápido aumento en el gasto durante 1993, y teniendo en cuenta los desfases en la respuesta inflacionaria frente al proceso de ajuste, era natural esperar que la inflación descendiera sólo después del segundo semestre de 1994.

En efecto, la inflación se resistió a descender durante dos años y sólo desde el segundo trimestre de 1994 comenzó a bajar. En diciembre de 1994 la tasa de inflación de doce meses para precios al consumidor equivalió a 8,9%, cifra bastante más positiva que la obtenida para igual período el año pasado (12,1%). De igual modo, la evolución de la inflación para artículos no transables acusó una importante disminución en 1994.

La evolución de la inflación durante 1994 representa un importante paso hacia la consolidación de una trayectoria inflacionaria descendente, en particular si se considera que en este período habían desaparecido algunas de las condiciones favorables observadas en 1991 y 1992. Así pues, en 1993 la utilización de la capacidad productiva aumentó, las importaciones crecieron significativamente y los términos de intercambio descendieron.

CUADRO N° 2 CHILE: CIFRAS PROYECTADAS Y EFECTIVAS

	IPC Proyectado	IPC Real	PIB Proyectado	PIB Real
1991	15,0-20,0	18,7	5,0	6,1
1992	13,0-16,0	12,7	5,0	10,3
1993	10,0-12,0	12,2	5,0-6,0	6,0
1994	9,0-11,0	8,9	4,0-5,0	4,2

IPC: Inflación medida según la variación del Índice de Precios al Consumidor.

PIB: Tasa de crecimiento del PIB.

Fuentes: Informe anual al Senado, diversas ediciones. Banco Central de Chile.

Durante 1995, la recuperación de un crecimiento más vigoroso, sin poner en peligro la meta de inflación, se ha logrado paulatinamente, puesto que sólo recientemente y de manera gradual la política monetaria se ha ido relajando.

Conviene recordar que durante los últimos cinco años la economía chilena ha experimentado significativas expansiones del gasto en 1989 y 1992, las que han desencadenado procesos de ajuste de intensidad relativamente moderada y han exigido una reducción pasajera del crecimiento económico. Esos ciclos generan inestabilidad, la que junto con el riesgo de ajuste puede tender a provocar una reducción en la inversión debido a un comportamiento más incierto de los precios relativos y de la demanda global. Para evitar esa inestabilidad, la política monetaria ha procurado explícitamente lograr una recuperación gradual del crecimiento, evitando abiertamente desatar una nueva euforia que podría motivar en esta década la adopción de un nuevo paquete de ajuste.

Con respecto al comportamiento de la inflación a mediano plazo, como se desprende del Cuadro N° 2, desde 1990 la tasa de inflación ha caído en forma continua de 27,3% en 1990 a 8,9% en 1994. Incluso a mediados de 1995 se situaba en torno a 7,6% anual. Durante el período 1991-1994 se ha observado una de las tasas de inflación promedio más bajas del siglo. Sólo entre 1936 y 1940 la tasa de inflación anual alcanzó un promedio menor que 13%. A partir de 1940, la inflación superó casi siempre el 20% con sólo una o dos excepciones en que la inflación anual arrojó un promedio inferior a 13% para dos o tres años.

Así, en Chile se ha observado una tendencia inflacionaria descendente durante los últimos cinco años, con una trayectoria que converge hacia la inflación externa pertinente.

Desde 1991, la autoridad monetaria ha anunciado una meta de inflación anual para el año siguiente, junto con un pronóstico anual para el crecimiento y otras variables macroeconómicas relacionadas con el sector externo. La tasa de inflación meta anunciada ha resultado ser un pronóstico muy exacto de la inflación real y un criterio de orientación esencial para realizar proyecciones. La administración prudente de la política monetaria, la situación de superávit fiscal, la generación de un alto grado de credibilidad de las metas inflacionarias en el sector privado, y el aprovechamiento de *shocks* externos favorables, han sido factores fundamentales para explicar el éxito en el proceso de desinflación gradual durante los años noventa.

## ANEXO

CUADRO N° 1 DESEMPEÑO MACROECONÓMICO

	Conocimiento del PIB (%)	Inflación (%)	Tasa de desempleo (%)	Inversión (% PIB)	Cuenta corriente (% PIB)	Reservas internacio- nales netas (% PIB)	Deuda externa (% PIB)
1980	7,7	31,2	10,9	20,9	7,4	15,4	41,9
1981	6,7	9,5	9,6	23,2	14,0	11,2	46,0
1982	-13,4	20,7	18,9	15,8	9,3	9,6	69,6
1983	-3,5	23,1	17,9	13,7	5,7	8,8	89,1
1984	6,1	23,0	15,5	16,3	10,6	7,9	94,8
1985	3,5	26,4	13,0	17,7	8,6	9,4	118,0
1986	5,6	17,4	10,5	17,1	6,7	10,0	110,0
1987	6,6	21,5	9,3	19,6	3,9	8,0	92,8
1988	7,3	12,7	8,1	20,8	0,7	10,6	73,0
1989	10,2	21,4	6,2	23,9	2,5	10,5	57,8
1990	3,0	27,3	6,0	24,6	2,1	17,7	57,7
1991	6,1	18,7	6,5	22,3	0,0	19,5	48,1
1992	10,3	12,7	4,9	25,1	1,8	21,8	44,2
1993	6,0	12,2	4,6	27,4	4,8	22,3	43,9

CUADRO N° 2 CHILE: DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES

	Deuda pública interna (% PIB)	Deuda Banco Central (% PIB)	Deuda de Gobierno (% PIB)	Activos del Fondo de Pensiones (% PIB)	Pasivos financieros (% PIB)	Ahorro financiero (% PIB)	Tasa de interés real de colocación
1980	5,2	4,2	1,0	0,0	66,2	28,7	15,3
1981	3,2	2,3	0,9	0,9	53,9	32,7	14,5
1982	5,0	2,5	2,5	3,6	65,3	39,0	16,9
1983	28,4	22,1	6,2	6,5	61,0	38,5	9,8
1984	35,3	26,8	8,6	8,3	63,3	39,4	9,0
1985	46,6	41,5	5,1	10,7	67,2	44,0	9,4
1986	45,6	42,0	3,7	12,7	76,7	45,8	7,7
1987	38,4	36,5	1,9	14,2	83,7	48,0	7,3
1988	30,0	29,2	0,9	15,1	86,3	47,5	7,6
1989	30,6	30,0	0,7	17,8	97,1	54,2	9,4
1990	40,2	39,9	0,4	24,5	124,4	62,8	13,3
1991	38,5	38,2	0,2	31,8	172,1	65,7	8,5
1992	37,0	36,9	0,2	31,7	169,7	67,3	8,1
1993	33,5	33,3	0,1	38,7	144,0	72,1	9,2

## BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central de Chile. (1991, 1992, 1993 y 1994). *Informe Anual al Senado*.
- Barro, R. J. (1984). *Macroeconomics*. Wiley.
- Barro, R. J. y D. Gordon. (1983). "A Positive Theory of a Monetary Policy in a Natural Rate Model". *Journal of Political Economy*, agosto.
- Budnevich, C. (1994). "Questionnaire on Monetary Policy", mimeo, Banco Central de Chile.
- \_\_\_\_\_. (1994). "Técnicas de programación monetaria para el análisis de coyuntura", a ser publicado en Fedesarrollo, Colombia.
- Celedón, C. y F. Lefort. (1991). "Necesidades de caja y fuentes de financiamiento del Banco Central de Chile:1990-1992". *Notas técnicas CIEPLAN* N° 145.
- Chari V.V. y Weber, Robert J. (1992). "How the U.S. Treasury Should Auction Its Debt". *Quarterly Review Vol. 16, N° 4* Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Dornbusch, R. y S. Fischer. (1993). "Moderate Inflation". *World Bank Economic Review*.
- Eyzaguirre, N. y O. Larrañaga. (1991). "Macroeconomía de las operaciones cuasifiscales en Chile". *Serie de Política Fiscal* N° 21, CEPAL.
- Flemming, M. (1962). "Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates". *IMF Staff Papers*, noviembre.
- Fontaine, J. A. (1991). "La administración de la política monetaria en Chile: 1985-1989". *Cuadernos de Economía* N° 83, (abril 1991), Universidad Católica.
- Friedman, B. M. (1991). "Targets and Instruments of Monetary Policy". En *Handbook of Monetary Economics*, Vol II. North Holland.
- Friedman, M. (1969). "The Role of Monetary Policy". En *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*. Aldine.
- Iturriaga, M. (1991). "Implementación de un programa monetario". *Programa interamericano de macroeconomía aplicada*. Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica.
- Kiguel, M. y N. Liviatan. (1991). "Exchange Rate Based Stabilization Programs", mimeo, Banco Mundial.
- Kouri, P. y M. Porter. (1974). "International Capital Flows and Portfolio Equilibrium". *Journal of Political Economy*.
- Larrañaga, O. (1991). "Autonomía y déficit del Banco Central". *Colección Estudios CIEPLAN* N° 32.
- Lucas, R. E., (1976). "Understanding Business Cycles". En *Studies in Business Cycles*. MIT Press.
- Marshall J. (1994). "Reflexiones sobre crecimiento e inflación", mimeo, Banco Central de Chile.
- Mc Callum, B. (1989). *Monetary Economics: Theory and Policy*. Mac Millan.
- Meller, P. (1988). "Revisión de los enfoques teóricos sobre ajuste externo y su relevancia para América Latina". *Notas técnicas CIEPLAN* N° 109.
- Pérez, J. (1992). "Operaciones de mercado abierto: La experiencia chilena", presentado en el "Curso Regional sobre Operaciones de Mercado Abierto", abril de 1993, organizado por el Banco Central de la Reserva del Salvador y patrocinado por el Consejo Monetario Centroamericano y el CEMLA.
- Poole, W. (1970). "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Model". *Quarterly Journal of Economics*, (mayo 1970).
- Tobin, J., (1972). "Commercial Banks as Creators of Money". En Smith y Teigen (editores), *Readings in Money, National Income and Stabilization Policy*.

- Vial, J. (1994). "Modelos macroeconómicos en el análisis de coyuntura", *mimeo*.
- Vickers, D. (1985). *Money, Banking and the Macroeconomy*. Prentice Hall.
- Zahler, R. (1988). "Política Monetaria y Financiera". En *Políticas Macroeconómicas: Una perspectiva latinoamericana*. Santiago de Chile. Ediciones CIEPLAN.
- \_\_\_\_\_ (1992). "Evolución de la coyuntura macroeconómica y perspectivas para la economía chilena". *Boletín Mensual Banco Central de Chile*, (abril 1992).
- \_\_\_\_\_ (1995). Exposición en "Encuentro Financiero", organizado por ICARE, julio de 1995. □