

LA POLÍTICA MONETARIA EN CHILE

Carlos Massad*

INTRODUCCIÓN

La conducción de la política monetaria es una de las políticas macroeconómicas claves de nuestro país y es, probablemente, la función más importante del Banco Central de Chile (BCCh). Este trabajo presenta una revisión del funcionamiento de esta política desde tres ángulos diferentes y analiza algunos retos futuros para su diseño.

Primero, el trabajo analiza los objetivos de la política monetaria y revisa el marco institucional en que se lleva a cabo. Concluimos que el objetivo final de la política es una inflación baja y estable. Esto, sin embargo, no debe entenderse como el objetivo único. Tanto la velocidad a la cual se converge a este objetivo final, así como la reacción de la autoridad ante cambios en el entorno macroeconómico, son tomados en cuenta en las decisiones de política. Respecto del esquema institucional, la experiencia internacional y la teoría señalan que la independencia del banco central es un elemento crucial para que el objetivo de estabilidad de precios sea logrado. Esta independencia, no obstante, debe estar acompañada por una estrecha coordinación con la autoridad fiscal y por una institucionalidad en la que el banco central responde por el logro de sus objetivos al poder político.

Segundo, el trabajo examina la manera en que se conduce la política monetaria en Chile, con especial énfasis en el rol que le cabe a la meta de inflación en el marco general de política. La revisión de la experiencia internacional y chilena muestran que el esquema de metas de inflación es uno que tiene varias ventajas por sobre otras formas de organizar la política monetaria. También se utiliza el análisis comparativo para explicar cómo se ha implementado la meta de inflación en Chile. Adicionalmente el trabajo revisa los procedimientos operacionales de la política monetaria en el marco del quehacer diario del BCCh.

Tercero, el trabajo analiza la reducción de la inflación que se ha conseguido durante los últimos 9 años

en Chile. En particular, se discuten el esquema conceptual detrás de esta reducción y los pilares que la sustentan, y se señalan los logros en materia de política monetaria durante estos años. Concluimos que la reducción de la inflación no involucró costos de importancia en actividad o en la generación de otros desequilibrios.

Por último, el trabajo examina algunos de los retos futuros para el diseño de política monetaria. Se analiza la convergencia de la inflación hacia niveles internacionales y los cambios que involucra la gradual integración financiera que busca el BCCh. Además se discuten algunas posibles maneras de perfeccionar el instrumental con que cuenta el Instituto Emisor.

OBJETIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA E INDEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL

Objetivos

La conducción de la política monetaria en Chile es parte de los deberes que tiene el BCCh según su Ley Orgánica Constitucional (Ley N° 18.840). En su Título I, artículo 3ro. esta Ley establece que el Banco tiene “por objeto velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.” Para este efecto, el BCCh tiene una serie de atribuciones que incluyen “la regulación de la cantidad de dinero y de crédito en circulación, la ejecución de operaciones de crédito y cambios internacionales, como, asimismo, la dictación de normas en materia monetaria, crediticia, financiera y de cambios internacionales.”

En la práctica, y como es común en los países desarrollados, el objetivo formal de estabilidad de precios se interpreta como el logro de una tasa de inflación baja y estable. En términos concretos, el BCCh considera como objetivo final, alcanzar un ritmo inflacionario similar al prevaleciente en países desa-

* *Presidente del Banco Central de Chile. Agradezco las valiosas conversaciones con Klaus Schmidt-Hebbel, Rodrigo Valdés, Jorge Pérez y Pamela Mellado. Sin ellas, este artículo no se habría escrito.*

rollados, y ha estado comprometido en avanzar, gradual y sostenidamente, hacia ese nivel.

El propósito de disminuir la tasa de inflación y mantenerla en niveles internacionales obedece primordialmente al consenso que existe en torno a las ganancias de eficiencia y bienestar que se consiguen bajo condiciones macroeconómicas estables. En efecto, la evidencia empírica internacional demuestra que países con tasas de inflación elevada tienen una menor tasa de crecimiento (ver recuadro 1). La gradualidad y persistencia, por otro lado, obedecen al alto grado de indización que existe en la economía –lo cual limita la velocidad a la cual es posible disminuir la inflación a costos en actividad aceptables– y a los costos en credibilidad que existirían si los logros inflacionarios se revierten.

El objetivo de un normal funcionamiento de los pagos internos y externos, por su parte, se interpreta como el normal funcionamiento de la banca –que requiere proveer liquidez en momentos en que el funcionamiento del sistema lo requiera y una supervisión financiera adecuada– y la mantención de un déficit de cuenta corriente sostenible en el tiempo. Este último se entiende como un déficit evaluado a precios de tendencia de aproximadamente 4 a 5% del PIB. En parte importante, la política cambiaria que sigue el BCCh apunta a mantener el déficit de cuenta corriente dentro de márgenes que se consideran adecuados. No obstante, como lo demuestran los hechos, la tendencia de largo plazo del tipo de cambio real no es controlable por el BCCh.

En algunas oportunidades los objetivos de inflación y de cuenta corriente son objetivos complementarios en

el sentido que un mismo cambio en la instancia de política macroeconómica permite avanzar hacia la consecución de ambos. En otras oportunidades, sin embargo, los objetivos pueden competir entre sí, lo que impone restricciones a la política monetaria.¹ Esto requiere de un ordenamiento de prioridades por parte del BCCh, pues no todos los objetivos son alcanzables al mismo tiempo. En otras palabras, existe una constante evolución en los distintos conflictos que enfrenta el diseño de política económica, lo que a su vez modifica la prioridad de los distintos objetivos. Es así como en tiempos de mayor holgura externa se puede avanzar más resueltamente en el control inflacionario y en tiempos de mayor estrechez externa cabe considerar avances más modestos.

Los objetivos últimos del BCCh podrían teóricamente lograrse con reglas fijas de política –v.g., una regla de política monetaria a lo Friedman basada en el crecimiento de algún agregado monetario de $k\%$ por año. No obstante, el Instituto Emisor mantiene un rol activo y discrecional en política macroeconómica.² Existen dos razones fundamentales para ello.

Por un lado, mientras la economía está transitando hacia su estado estacionario de inflación, se necesita graduar la velocidad de convergencia. Esto, por definición, debe ser realizado en forma activa. Tanto el alto grado de indización que muestra la economía, así como la magnitud de los *shocks* externos, hacen deseable una convergencia gradual y contingente al estado de la macroeconomía. Una convergencia violenta podría tener importantes costos en las tasas de crecimiento y de desempleo. Más aún, debido a que un proceso de reducción de la inflación exitoso debe proveer frutos perdurables, no debe generar desequilibrios macroeconómicos de ninguna naturaleza. Una manera de evitar dichos desequilibrios es mantener un rol activo en la manera de hacer política monetaria.³

Por otro lado, existe la presunción de que la política monetaria tiene algún rol de estabilización en el sentido de colaborar a la mantención de la economía en una senda de crecimiento sostenible. En la medida que existan rigideces nominales en los distintos mercados –y la indización rezagada en el mercado laboral y en los mercados de bienes y servicios es de hecho una rigidez importante– y/o impactos externos de envergadura, existe algún rol de

¹ Técnicamente, el BCCh enfrenta más objetivos independientes que los instrumentos independientes de que dispone.

² Este poder discrecional no debe confundirse con la explotación de ganancias temporales en el nivel de producto que permite la política monetaria y que es la base del problema de inconsistencia temporal que revisaremos más adelante. Como se discute más abajo, la independencia del banco central provee un marco que permite evitar dicho problema. La discreción a la que nos referimos es la de la respuesta de política ante un shock en el entorno macroeconómico.

³ Las experiencias de estabilización basadas en la fijación del tipo de cambio entregan un ejemplo interesante al respecto. Mientras ellas proveen una regla fija para el accionar del banco central (es decir, la flexibilidad de política se elimina), y normalmente permiten controlar rápidamente la tasa de inflación, habitualmente engendran un proceso de sobreapreciación cambiaria.

estabilización para la política monetaria.⁴ Un claro ejemplo de esto se verifica en el caso de economías desarrolladas que mantienen metas de inflación de mediano plazo (v.g., de 2 a 3 años), lo cual permite un rol de estabilización para la política monetaria sobre la senda del producto a través de la velocidad de convergencia hacia la meta que se le imprime a la economía. Desde el punto de vista teórico, además, la velocidad e intensidad con que la autoridad orienta sus instrumentos para que la economía cumpla cierta meta de inflación tiene directa relación con la variabilidad que se le imprime a la tasa de inflación y al producto. Ajustes rápidos e intensos generan una baja variabilidad inflacionaria —la inflación se mantiene constantemente en torno a la meta— pero, al mismo tiempo, producen una alta variabilidad en el producto y viceversa.

En suma, para el BCCh el control de la tasa de inflación es un objetivo crucial, claro y preciso: inflación estable y a niveles de los países desarrollados. Esto, sin embargo, no debe entenderse como el objetivo único. Tanto la velocidad a la cual se converge a los objetivos finales, así como la reacción de la autoridad ante cambios en el entorno macroeconómico, producen efectos en otras áreas de la economía que son tomados en cuenta en la formulación de la política económica. La gradualidad con que ha disminuido la inflación y la persistencia en el actuar del Instituto Emisor son ejemplos de esto.

Independencia y Autonomía del Banco Central

La independencia y autonomía del BCCh, características que se consagran en su Ley Orgánica Constitucional, son aspectos fundamentales del marco institucional que rige la política monetaria. En el Título I, artículo 1ro, expresamente se define que el BCCh es “un organismo autónomo, de rango constitucional, de carácter técnico, con personalidad jurídica, patrimonio propio y duración indefinida.”

La independencia y autonomía del BCCh se manifiestan de distintas formas en el funcionamiento del Instituto Emisor. Por ejemplo, su Consejo está compuesto por 5 miembros que permanecen 10 años en el cargo, con nombramientos de uno en uno cada 2 años. Los miembros del Consejo son nombrados por el Presidente de la República con acuerdo del Senado. Así,

en promedio, los miembros del Consejo tienen un horizonte en el cargo de al menos (pues puede existir reelección) 5 años. Esto es de suma relevancia para el quehacer de política económica, pues permite otorgar la debida importancia a las consideraciones de mediano y largo plazo en la evaluación de distintas alternativas de política. Adicionalmente, el BCCh tiene capital propio, lo que le permite realizar operaciones de esterilización y actuar como prestamista de última instancia del sistema financiero doméstico en caso de una crisis sistémica de confianza.⁵

Desde una perspectiva empírica, así como desde una teórica, se ha demostrado que la independencia de un banco central ayuda a controlar el nivel promedio de inflación. Desde el punto de vista empírico se observa que, al menos entre naciones desarrolladas, países con bancos independientes (o un mismo país en períodos con banco central independiente) tienen en promedio una menor tasa de inflación.⁶ Más interesante todavía, en países en que el banco central es autónomo no se observa que la tasa de crecimiento del PIB sea menor, ni que la variabilidad del producto sea mayor. Esto significa que no existirían costos asociados al control inflacionario que provee la independencia del banco central en términos de una menor disposición (y/o capacidad) para estabilizar el producto.⁷

Desde el punto de vista teórico existen dos argumentos que permiten relacionar el grado de independencia de un banco central con un mejor y más eficiente

⁴ En Massad (1988) se argumenta que las tareas que realiza el Banco Central no son solamente técnicas, sino que tienen una parte política —y por lo tanto discrecional— porque sus objetivos y las herramientas que utiliza impactan en otros objetivos que tiene la sociedad.

⁵ Por supuesto, la obligación de ser prestamista de última instancia lleva a la necesidad de un seguimiento y control de la salud del sistema financiero. Las regulaciones prudenciales permiten precisamente mantener ese seguimiento y control.

⁶ En un panel de países en desarrollo no se observa dicha correlación. Una explicación de este fenómeno es que la supuesta independencia legal en la realidad no siempre es respetada. Si se mide independencia a través de la frecuencia de cambios del presidente del banco central se encuentra que en países en desarrollo este indicador de independencia también se asocia a menor inflación. Ver Cukierman (1992), De Gregorio (1996) y Fischer (1995).

⁷ Ver Alesina y Summers (1993) para la evidencia. Ver Alessina y Gatti (1995) para una explicación teórica que se basa en que un banco central independiente soportaría de mejor manera presiones políticas que terminan por desestabilizar el PIB.

manejo de la política monetaria. En ambos casos los argumentos se basan en que la independencia puede aliviar el llamado problema de inconsistencia temporal. Este problema puede existir en la medida que sea inviable, o bien sea inconveniente, predefinir un curso rígido de política —v.g., implementar un sistema de caja de conversión consagrado en la Constitución. La autoridad sigue un curso de política económica temporalmente inconsistente cuando, una vez que los agentes fijan sus expectativas, el curso de acción escogido no es todo lo estricto que se requiere, porque se toman en cuenta los beneficios en desempleo de corto plazo que esta desviación de política supuestamente acarrea. Sin embargo, en equilibrio, como los agentes anticipan este comportamiento, el desempleo termina en el mismo nivel mientras que la inflación no disminuye.

La primera solución teórica a este problema es designar un consejo del banco central que tenga una mayor aversión a la inflación que el votante medio (Rogoff, 1985). Esta mayor aversión a la inflación funcionaría como un contrapeso al problema de inconsistencia, aunque la independencia es clave para permitir que esta aversión efectivamente se manifieste. La segunda solución teórica se basa en que el consejo del banco central independiente tiene un contrato con la sociedad (explícito o implícito) de disminuir la inflación y mantenerla a niveles aceptables (Walsh, 1995). En la medida que este contrato entregue los incentivos “correctos” a los consejeros, y el banco central sea autónomo para que sus decisiones se materialicen efectivamente en la política económica, ellos mantendrán el curso de política libre de toda inconsistencia.⁸

La independencia y autonomía del BCCh no significan que el Instituto Emisor sea un ente aislado de la sociedad sobre el cual el poder político no tiene ningún control. Muy por el contrario, el BCCh es una institución de alta responsabilidad política, que informa tanto al Presidente de la República como

al Senado. En este sentido, el rol de las reuniones del Consejo con la Comisión de Hacienda del Senado es clave tanto para mantener al mundo político compenetrado de la discusión y conducción macroeconómicas, como para que el BCCh reciba retroalimentación respecto de sus políticas. Asimismo, la pluralidad existente entre los miembros del Consejo sobre visiones de política macroeconómica conforma un cuadro donde las distintas sensibilidades están representadas, sin menoscabar un análisis técnicamente riguroso.

La independencia de los bancos centrales en el mundo toma dos formas alternativas: (i) independencia de objetivos e instrumentos; y (ii) independencia de instrumentos. En el primer caso, la autoridad monetaria determina los objetivos (típicamente la tasa de inflación) y utiliza los instrumentos a su disposición (política monetaria) para conseguirlos. En el segundo caso, la autoridad política (el gobierno y/o el senado) escoge los objetivos y la autoridad monetaria maneja los instrumentos para conseguirlos. En Chile se ha operado bajo el primer esquema, haciendo públicos los objetivos para el año entrante en el informe anual al Senado en agosto de cada año. Si bien el BCCh escoge los objetivos, estos son previamente discutidos con la autoridad fiscal.

Ciertamente se requiere de una estrecha coordinación con la autoridad fiscal para que la autonomía del BCCh entregue sus frutos. La interdependencia que existe entre las políticas monetaria, cambiaria y fiscal, así como la fuerte vinculación que tienen para sus resultados, hacen necesario que el paquete de políticas sea consistente en su conjunto. Para este efecto, el BCCh y el Ministerio de Hacienda tienen una serie de instancias de coordinación. Por ejemplo, el hecho de que la autoridad fiscal considere la meta de inflación del BCCh como la proyección oficial para el presupuesto fiscal tiene una función dual: por un lado el Gobierno valida y se compromete en el esfuerzo de control de la inflación; por otro lado, el BCCh establece metas que son consistentes con los planes del Gobierno. Otros ejemplos concretos son la asistencia del Ministro de Hacienda a las sesiones de Consejo, su facultad para proponer temas a tratar en la siguiente reunión de Consejo, las reuniones periódicas de coordinación a nivel de técnicos y las facultades del Ministro de suspender transitoriamente las medidas adoptadas por el Consejo.

⁸ *Un tercer argumento teórico esgrimido durante la discusión de independencia del BCCh es “la necesidad de institucionalizar mecanismos que cautelen los equilibrios macroeconómicos” (Fontaine, 1989). Este argumento difiere del de inconsistencia temporal porque se basa en el supuesto de que algunos actores políticos (en la urgencia de la política diaria) no comprenderían las implicaciones de una restricción presupuestaria. No estoy de acuerdo con dicho argumento.*

TABLA 1

Metas de Inflación en la Experiencia Internacional

	1. Fecha de Anuncio y Valor de Meta Inicial y Meta Actual	2. Meta de Largo Plazo y Velocidad de Convergencia	3. Indicador usado para la Meta	4. Horizonte de la Meta	5. Cláusulas de Exclusión
Chile (Banco Central de Chile, BCCH)	Inicio en sep. de 1990. Rango inicial: 15%-20%. Rango actual: $\pm 4.5\%$.	No existe una meta de largo plazo explícita salvo lograr una inflación "de país desarrollado".	Índice de precios al consumidor.	Anual, a diciembre de cada año.	No existen cláusulas de exclusión y excepciones.
Nueva Zelanda (Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, RBNZ)	Inicio en mar. de 1990. Rango inicial: 0%-3%. Rango actual: 0%-3%.	La meta es considerada de estado estacionario.	Índice de precios al consumidor, excluyendo costo de intereses.	No hay horizonte temporal porque la meta corresponde a un nivel de estado estacionario.	Al desviarse del rango acordado, el RBNZ presenta una explicación en su <i>Declaración de Política</i> , donde además indica acciones de corrección.
Canadá (Banco de Canadá, BoC)	Inicio en feb. de 1991. Rango inicial: 3%-5%. Rango actual: 1%-3%.	Entre 1991 y 1995: rango meta gradualmente descendiente. Punto medio de banda: 3% (fines de 1992), 2.5% (mediados de 1994) y 2% (1995-1998).	Índice de precios al consumidor.	Inicialmente, el rango debía ser mantenido por el período 1995-1998. Recientemente el rango fue extendido como meta hasta el año 2001.	La banda no es rígida, sin embargo se espera que las desviaciones sean transitorias y de corta duración.
Reino Unido (Banco de Inglaterra, BoE)	Inicio en oct. de 1992. Rango inicial: 1.0%-4.0%. Rango actual: $2.5\% \pm 1\%$.	La meta es considerada de estado estacionario.	Índice de precios al por menor, excluyendo pagos de intereses hipotecarios.	No hay horizonte temporal porque la meta corresponde a un nivel de estado estacionario.	—
Suecia (Banco Central de Suecia, SRB)	Inicio en ene. de 1993. Rango inicial y actual: 1%-3%.	La meta para cada año es considerada de estado estacionario.	Índice de precios al consumidor.	No hay horizonte temporal porque la meta corresponde a un nivel de estado estacionario.	—
Australia (Banco de la Reserva de Australia, RBA)	Inicio en 1993. Rango inicial y actual: 2%-3%.	La meta es considerada de estado estacionario.	Índice de precios al consumidor subyacente. Excluye costo de intereses, impuestos indirectos y algunos ítemes volátiles.	No hay horizonte temporal porque la meta corresponde a un nivel de estado estacionario.	La meta se debe mantener en promedio en el mediano plazo, con la posibilidad de observar desviaciones en el corto plazo.

Por último, cabe destacar que el funcionamiento adecuado de la independencia del BCCCh no depende sólo de la formalidad de la ley, sino que requiere de un nivel apropiado de recursos financieros (capital) para que efectivamente la actividad del banco central no dependa de transferencias del gobierno. Un banco central descapitalizado puede funcionar por un tiempo, pero su independencia se va mermando cuando no es capaz de realizar alguna política específica por no disponer de los recursos necesarios.

META DE INFLACIÓN, CONDUCCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA Y PROCEDIMIENTOS OPERATIVOS

Meta de Inflación

Durante la última década un número creciente de países ha adoptado metas de inflación explícitas como guía principal de su política monetaria. Entre los países industrializados, Nueva Zelanda (en 1990), Canadá (en 1991) el Reino Unido (en 1992), Suecia (en 1993), Australia (en 1993). Entre los países en desarrollo, Colombia (en 1991), Israel (en 1991) y México (en los años ochenta) adoptaron tempranamente metas de inflación. El Banco Central de Chile fue uno de los primeros países del mundo (en 1990) en anunciar una meta de inflación anual (véase la tabla 1).

A continuación se analizan las ventajas de conducir la política monetaria sobre la base de una meta pública de inflación, en el contexto específico de Chile y a la luz de la experiencia internacional. Luego se evalúan las distintas dimensiones que se deben considerar en la implementación de la meta y cómo el BCCCh, en comparación con otros bancos centrales, ha decidido la forma de implementarla.

Ventajas de la política monetaria basada en una meta de inflación

¿A qué se debe este cambio tan importante en la conducción de la política monetaria en el mundo y en

Chile? La teoría y la práctica señalan las siguientes ventajas de la adopción de una meta de inflación con relación a esquemas alternativos: la baja efectividad de la política monetaria basada en el uso de objetivos nominales intermedios; el dominio de la selección de una meta de inflación sobre una meta de crecimiento del producto nominal y sobre una meta de nivel de precios; la concentración de la política monetaria sobre la consecución de la estabilidad de precios como su objetivo central; y la exigibilidad impuesta a los bancos centrales en el alcance de dicho objetivo, que se deriva de su independencia. En lo que sigue se hace referencia más detallada a estas causas y a su importancia en el caso chileno.

Desde los años sesenta, bajo la influencia de economistas monetaristas, la política monetaria de muchos países estuvo determinada en gran medida por la adherencia a uno de dos objetivos intermedios, dependiendo del régimen cambiario: un agregado monetario (como M2) o el tipo de cambio. Sin embargo, a partir de los años ochenta se generaliza la desilusión respecto del uso de estos objetivos intermedios. Ello refleja la dificultad de los bancos centrales en lograr la estabilidad de precios cuando el objetivo intermedio es un agregado monetario (debido a la notoria inestabilidad en la demanda por dichos agregados y los prolongados rezagos con los cuales los agregados actúan sobre los precios), o de lograr la estabilidad externa cuando el objetivo intermedio es el tipo de cambio (debido a las crisis cambiarias que frecuentemente han forzado al abandono de regímenes de tipo de cambio fijo).⁹ Lo anterior no significa que sean inconsistentes los objetivos nominales intermedios con la existencia de una meta de inflación. Lo que sí significa es que, para que la política sea creíble, la meta de inflación debe dominar a los objetivos intermedios en caso de conflicto. Es éste, por ejemplo, el caso de Alemania, donde una meta de inflación (relativamente poco visible) ha tenido precedencia sobre el alcance del objetivo monetario (aunque éste ha sido relativamente más visible) (Von Hagen, 1995). Similarmente, para el Banco Central Europeo se anticipa la adopción de un sistema monetario que combinará una meta de inflación con la fijación de un objetivo intermedio monetario (BIS, 1998).

Una alternativa a la fijación de una meta de inflación es la determinación de una meta de crecimiento del

⁹ *Cechetti (1997) agrega otro argumento en contra del uso de un agregado monetario como guía principal de la política monetaria. Si la relación entre la tasa de interés y el agregado monetario fuese estable y estimable con precisión, y la relación entre el agregado monetario y el nivel de precios también lo fuese, no habría ventaja alguna en estudiar las dos relaciones por separado. Más bien sería preferible – y más fácil de transmitir al público – concentrarse en los efectos finales (de forma reducida) de la tasa de interés sobre el nivel de precios (o la inflación).*

ingreso nominal o del producto nominal. Se podría argumentar que una meta de crecimiento del producto nominal tendría la ventaja potencial de reflejar más claramente el ciclo económico y la influencia de los factores de demanda que una meta de inflación. Sin embargo, hay varios argumentos contrarios a una meta de producto nominal. Primero, ella equivaldría a ponderar igualmente tanto las desviaciones de producto real como las de inflación, debilitando significativamente el compromiso por la estabilidad de precios. Segundo, requeriría de una estimación (al menos implícita) de la tasa de crecimiento potencial, que sería altamente incierta. Finalmente, requeriría de información confiable y con rezago mínimo sobre el producto real, la que ni siquiera está disponible en las economías desarrolladas. Estos serios inconvenientes explican por qué no se observan metas de producto nominal en la experiencia internacional.

Otra alternativa podría ser una meta para el nivel de precios, no su tasa de variación. Sin embargo, tampoco es conveniente esta modalidad porque obligaría a una política monetaria excesivamente recesiva (Fischer, 1996). La razón es que bajo un régimen de meta de inflación, un *shock* inesperado de inflación positiva es, ex post, un dato, que típicamente no se intenta compensar con una política contractiva que luego induzca una deflación. Bajo un esquema de trayectoria-meta para el nivel de precios, en cambio, la autoridad monetaria se comprometería a compensar *shocks* inesperados y transitorios de inflación con una menor inflación (o una mayor deflación) posterior, con los consiguientes costos en actividad y empleo.

La reorientación de la política monetaria hacia la estabilidad de precios como su objetivo principal es una tendencia observada internacionalmente desde los años ochenta. El anuncio de una meta explícita de inflación como guía principal de la política monetaria constituye la manifestación más clara del énfasis estabilizador otorgado a la política monetaria. En Chile, los primeros anuncios de valores futuros de inflación, realizados por el Banco Central a partir de septiembre de 1990, tenían más bien un carácter de proyección pública macroeconómica que de meta de inflación. Este carácter menos formal de la meta de inflación durante los primeros años de vigencia de la meta chilena es similar al observado actualmente en varios países. Entre ellos se cuentan EE.UU. (con una meta menos formal), Alemania (donde la meta coexiste con

un objetivo intermedio monetario) e Israel (donde la meta coexiste con un objetivo intermedio cambiario).¹⁰ Sin embargo, a los pocos años, el BCCh le ha dado a la meta de inflación el carácter solemne de ancla nominal central de la economía, orientando su política monetaria a la consecución de la meta pre-anunciada, al igual como en otros países (como Nueva Zelanda, Inglaterra y Canadá), donde la meta juega un rol central de preeminencia sobre otros objetivos intermedios o finales.

La mayor importancia otorgada a la estabilidad de precios va íntimamente ligada a la mayor exigibilidad impuesta a los bancos centrales en proveer a la sociedad objetivos claros y justificados para su política monetaria, así como garantizar el uso de instrumentos adecuados para alcanzarlos y responder a la sociedad por los resultados alcanzados. La adopción de una meta de inflación juega un papel clave en esto porque refleja un compromiso transparente, fácilmente comunicable y entendible, de una variable que se conoce sin incertidumbre y con un rezago temporal mínimo. La meta de inflación provee al público de una señal explícita del objetivo de la política monetaria y de estabilización que en todas estas dimensiones domina a otras alternativas. Además, ella provee una medida contra la cual el público puede evaluar fácil y directamente el desempeño del banco central.

Implementación de metas de inflación

¿Cómo se implementan las metas de inflación? La creciente experiencia internacional permite colocar en el contexto mundial las características que tiene la implementación de la meta de inflación en Chile. Nos referiremos a seis dimensiones: la selección de la meta de inflación de largo plazo; la transición y velocidad de convergencia hacia la meta de largo plazo; la selección de una meta rango o punto; la medida de inflación sobre la cual se establece la meta; el horizonte temporal de la meta; y la definición de cláusulas de exclusión.

El recuadro 1 resume las consideraciones teóricas y empíricas que deberían influir en la selección de un

¹⁰ Para una comparación de experiencias internacionales de metas de inflación véase el volumen editado por Leiderman y Svensson (1995). Otros trabajos recientes que evalúan las experiencias con metas de inflación incluyen a Bernanke y Mishkin (1997), Masson, Savastano y Sharma (1997), y Mishkin y Posen (1997).

RECUADRO 1

Costos y Beneficios de la Inflación

Durante los últimos años se han realizado varios estudios que analizan el tema de costos y beneficios de la inflación. Es útil separar esta literatura en dos grupos. El primero considera argumentos teóricos y empíricos basados en el efecto de la inflación sobre la eficiencia de la política macroeconómica y la asignación de recursos. El segundo analiza la evidencia empírica internacional sobre la relación entre inflación y crecimiento.

Dentro del primer grupo de estudios se han dado argumentos en favor de una inflación nula a partir del efecto que tiene ésta sobre la asignación de recursos. A partir del supuesto de que la tenencia de saldos reales es un bien, Lucas (1994) estima que una disminución en la tasa de inflación de 10% genera una ganancia de eficiencia de 1.3% del PIB en un modelo de equilibrio general calibrado para EE.UU. Feldstein (1996), por otra parte, estudia la distorsión que produce la inflación sobre la tasa de retorno real al ahorro, lo que a su vez distorsiona las decisiones de consumo, especialmente en sistemas en que no existe neutralidad del sistema impositivo frente a la inflación. Estima que el costo anual en bienestar de una inflación de 2% en EE.UU., debido a la existencia de impuestos no-indizados al capital asciende a un 1% del PIB. Este cálculo, sin embargo, no es directamente aplicable al caso chileno pues, nuestro sistema impositivo es prácticamente neutral frente a la inflación.

Otros estudios abogan por una inflación positiva, pero baja. Summers (1991) argumenta que en ciertas ocasiones es necesario mantener una tasa de interés real negativa, lo cual es imposible si la inflación es igual a cero. Así, mientras mayor sea la importancia de los *shocks* que hacen deseable una tasa negativa se requerirían tasas de inflación promedio superiores. Un argumento diferente es que, en una economía con rigideces nominales, existirían costos de asignación de recursos y desempleo innecesarios si se tiene como objetivo una inflación nula. Tobin (1972) denomina este fenómeno como el *efecto grasa* de la inflación, porque permitiría un mejor funcionamiento del mercado laboral. A este respecto Akerlof et al. (1996) estiman que para EE.UU. pasar de una tasa de inflación de 3 a 0% significaría

una mayor tasa de desempleo de aproximadamente 2%. No obstante estas rigideces nominales, una mayor inflación genera costos de eficiencia en el funcionamiento del mercado, lo cual se ha denominado *efecto arena*. Groshen y Schweitzer (1997) estiman que a niveles bajos de inflación (inferiores a 5%) estos dos efectos se neutralizan, con lo cual la influencia de la inflación sobre el empleo es indistinguible de cero. A mayores niveles de inflación, el efecto neto de la inflación sobre el empleo es negativo, debido a la dominación del efecto arena sobre el efecto grasa.

Dentro de la voluminosa literatura empírica de crecimiento basada en estudios de paneles de países, se ha analizado profusamente los efectos de la inflación sobre la tasa de crecimiento. Las conclusiones principales de estos estudios son (v.g., Andrés y Hernando, 1997, De Gregorio, 1993 y 1996, Fischer, 1993 y Sarel, 1996): (i) Existe una alta y significativa correlación negativa entre inflación y crecimiento. Para un país promedio (v.g., con 20% de inflación) una reducción de la inflación en 10% produce un incremento en el crecimiento de entre 0.4 y 0.5% al año; (ii) Esta correlación es igual para distintos niveles de inflación. Sarel (1996) encuentra que inflaciones mayores al 8% producen un mayor efecto negativo sobre el crecimiento. Andrés y Hernando (1997), sin embargo, entregan evidencia sobre costos marginales decrecientes de la inflación cuando se analizan experiencias de baja inflación; y (iii) Aun considerando países de baja inflación (v.g., los miembros de la OCDE) se encuentra una asociación negativa entre inflación y crecimiento.

En suma, existe evidencia de que una mayor tasa de inflación tiene consecuencias negativas tanto para la asignación de recursos como para el crecimiento. Esto no significa, que sea deseable un objetivo de inflación nula. Algunas rigideces nominales, así como los problemas de sobrestimación en la medición de la inflación, hacen recomendable una pequeña tasa de inflación. Considerando los riesgos que existen de pasar desde inflaciones en el rango del 4-6% a inflaciones mayores—que sin duda tienen efectos negativos en crecimiento—es altamente recomendable llevar nuestra tasa de inflación al nivel de los países desarrollados.

nivel de inflación óptimo de largo plazo, acorde con una consideración de costos y beneficios de la inflación. Ahí se concluye que la evidencia empírica de años recientes sugiere que hay ganancias en crecimiento y bienestar en reducir la inflación por debajo de un 5% anual, aunque el nivel óptimo no es necesariamente igual a cero.

Fijar la meta de inflación en países que ya han alcanzado niveles bajos de inflación es muy distinto a hacerlo en países que aún no han completado su transición a una inflación baja. En el primer grupo de países (típicamente países industrializados), se puede deducir que el carácter estable de sus metas y tasas de inflación actuales los sitúa en los valores deseados de largo plazo, aunque no los hayan definido explícitamente. Así, en Nueva Zelanda el rango de la meta es de 0 a 3% anual, en Canadá y en Suecia es de 1 a 3% anual y en el Reino Unido la meta es de $2.5 \pm 1\%$.

Por lo general, el segundo grupo de países con metas de inflación se encuentran en transición hacia niveles bajos de inflación. Estos países, que son típicamente naciones en desarrollo, enfrentan decisiones mucho más complejas relativas a sus metas. Ellos deben fijar sus metas de corto plazo considerando, al menos implícitamente, sus metas de largo plazo y la velocidad deseada de ajuste para alcanzar estas últimas. Además enfrentan una mayor incertidumbre en la consecución de sus metas de corto plazo, derivada tanto del mayor nivel de inflación como del riesgo de encontrarse sobre una trayectoria incierta de ajuste. Las experiencias internacional y chilena sugieren cuatro determinantes de la velocidad de convergencia hacia una meta de inflación de largo plazo: las condiciones iniciales y coyunturales de cada economía, la ponderación de otros objetivos de corto plazo por la autoridad, la credibilidad de la trayectoria anunciada y, muy importante en el caso chileno, los grados de indización formal e inercia factual.

¿Qué consideraciones están detrás de decidir entre una meta rango y una meta punto? Los beneficios de una meta rango se refieren a la menor probabilidad de equivocación ante *shocks* inesperados y la posibilidad de acomodar *shocks* menores y de corto plazo. Los costos de un rango se derivan de una señal menos clara al público y de estar más expuesto a las presiones de grupos de interés por tomar ma-

yores riesgos inflacionarios y acomodar *shocks* de inflación positiva.

La meta rango parece ser aconsejable cuando los países han alcanzado sus metas de inflación de largo plazo. En virtud de lo anterior no es sorprendente observar que los países industriales definen mayoritariamente un rango para la meta de 1 punto porcentual por encima y debajo del centro del rango. Sin embargo, es importante señalar que el objetivo operativo de la política monetaria es el punto central de este rango, no cualquier punto al interior del rango.

Alternativamente, el rango meta parece menos aconsejable cuando la inflación está en proceso de disminución, porque no entrega señales claras de la velocidad deseada de reducción de la inflación. No obstante, debido a la mayor incertidumbre respecto del cumplimiento de la meta en países con inflaciones mayores a un dígito, también ahí se observan frecuentemente metas rango.

Chile inició su experiencia de meta de inflación con un valor fijado en un rango de 15 a 20% para el año 1991. Con posterioridad, el BCCh ha reducido tanto el valor medio como el rango de su meta, a la par del logro de las metas inflacionarias en años posteriores (véase gráfico 2). Desde 1995 el Banco Central de Chile ha fijado metas de rango implícito estrecho, en torno a un valor punto. Es así como la meta para 1998 es de $\pm 4.5\%$.

Las metas se pueden definir sobre la variación del IPC oficial efectivo o sobre una medida de la variación del IPC subyacente, con o sin exclusión de ciertas categorías de bienes que sufren de variaciones estacionales o intra-anales (alimentos perecibles), de *shocks* significativos y duraderos inter-anales exógenos (combustibles y alimentos perecibles) o endógenos a las autoridades monetaria y fiscal (costos de pagos de interés, impuestos indirectos, tarifas públicas). La selección está definida por el conflicto percibido entre el beneficio que otorga el uso del IPC oficial (mayor credibilidad, transparencia y efectividad comunicacional) y su costo (mayor volatilidad de los resultados ex-post y eventualmente de la política monetaria para compensar estos *shocks*).

La experiencia internacional muestra una gama de indicadores sobre los cuales se fija la meta de inflación. Sin embargo, un número mayoritario de países –Chile entre ellos– establece la meta sobre

el IPC oficial efectivo, pero guía y explica su política monetaria de acuerdo con la evolución del IPC subyacente. En el corto plazo pueden haber divergencias significativas entre estas variables, pero en un horizonte mayor (1 a 2 años), las mediciones normalmente deben coincidir. Otros países, como Nueva Zelanda, establecen su meta sobre una medida de inflación subyacente.

Respecto del horizonte temporal de la meta de inflación –anual, multi-anual o de horizonte indefinido– la práctica general de los países desarrollados que han logrado tasas de inflación de largo plazo es anunciar una meta sin horizonte temporal. En el caso de Chile, en convergencia hacia la meta de largo plazo, es imprescindible tener metas de corto plazo (de hecho, de 1 año) para demarcar con claridad la senda de desinflación que se busca. En estado de régimen, cuando la inflación llegue al nivel de los países desarrollados, sería posible utilizar un esquema de metas de mediano plazo o de horizonte indefinido.

Una forma de flexibilizar la meta de inflación es a través de la consideración de cláusulas de exclusión. Estas permiten reemplazar la meta inicial por otro valor o justificar desviaciones transitorias de la meta, basándose en la invocación de ciertos hechos, identificados a priori, que son exógenos a las acciones de políticas. Entre las variables exógenas posibles sobre las cuales cabe definir cláusulas de exclusión están determinadas variables económicas (como los términos de intercambio) o variables naturales (terremotos, clima) o políticas (hechos militares). La selección de cláusulas explícitas de exclusión debe basarse en una cuidadosa comparación de sus costos –menor credibilidad de la meta– y sus beneficios –mayor flexibilidad de la política monetaria ante *shocks* inesperados. La evaluación anterior ha llevado a la mayoría de los países, incluyendo a Chile, a descartar la adopción de cláusulas explícitas de exclusión.

¹¹ Desde la segunda mitad de los años ochenta, el Banco Central emplea la tasa de interés real como el objetivo operativo de su política monetaria. Entre 1985 y mayo de 1995, dicho objetivo operativo era la tasa de los *Pagarés Reajustables del BCCh con una duración de 90 días* (llamados PRBC-90). Para más detalles véase Budnevich y Pérez (1995).

¹² La UF se reajusta en forma diaria entre el día 9 del mes en curso y el día 8 del mes siguiente en el equivalente diario de la inflación del mes anterior.

Conducción de la Política Monetaria: Meta, Objetivos Intermedios, Instrumentos y Reglas de Política

La meta de inflación constituye el ancla de la política monetaria en Chile. Como parte de la programación monetaria, el BCCh proyecta y monitorea los principales agregados monetarios. Sin embargo, las proyecciones internas de los agregados no constituyen objetivos intermedios. Lo mismo vale para el tipo de cambio nominal. Aunque se monitorea su evolución, y se interviene en el mercado cambiario con el objetivo de evitar fluctuaciones bruscas, el tipo de cambio nominal no constituye un objetivo intermedio para la conducción de la política monetaria.

Desde mayo de 1995, el principal objetivo operacional de la política monetaria es la tasa real interbancaria diaria (*overnight*).¹¹ La tasa interbancaria corresponde al interés pagado sobre los préstamos otorgados entre los bancos por un día o por el fin de semana. Esta tasa se aplica sobre el valor de préstamo medido en Unidades de Fomento (UF). La UF se reajusta diariamente de acuerdo con el IPC, con un rezago promedio de 20 días.¹² Por lo tanto, la política monetaria se realiza en Chile sobre una tasa de interés real.

El mercado interbancario es un mercado profundo y dinámico que está condicionado por el nivel de la liquidez, determinada en forma sustantiva por el manejo de la oferta monetaria por el BCCh. Este mercado opera todos los días hábiles entre las 10 y las 14 horas. Los recursos movilizados son mayoritariamente *overnight* y se contabilizan en las cuentas corrientes de los bancos en el BCCh. El monto promedio de préstamos interbancarios diarios es de \$170 mil millones, lo que representa alrededor del 30% del encaje exigido al sistema financiero (bancos y sociedades financieras). Este mercado es la principal fuente de instituciones financieras individuales para obtener financiamiento de muy corto plazo, para enfrentar requerimientos de liquidez (por déficit de caja puntuales) y para recomponer atrasos en el cumplimiento del encaje.

El BCCh anuncia públicamente el nivel objetivo –denominado tasa de instancia– para la tasa interbancaria. Mediante la conducción de operaciones de mercado abierto –descritas en detalle más abajo– el Banco encauza la tasa interbancaria de mercado al nivel de la tasa de instancia. Desde mayo de 1995 y

hasta la fecha, exceptuando los meses de enero y junio de 1998, la diferencia promedio entre la tasa de instancia y la tasa interbancaria observada ha sido de sólo 5 puntos base.

Como fue analizado anteriormente, las decisiones de política monetaria son tomadas por el Consejo del BCCh con el objetivo de lograr la estabilización de precios, manteniendo a la economía chilena en una senda de alto crecimiento en el mediano plazo. Para lograr este objetivo, el BCCh realiza un seguimiento continuo y detallado del comportamiento de la economía nacional y de la evolución de la economía internacional, a la cual está crecientemente integrada la economía chilena. Para ello, el Banco analiza la evolución de un conjunto clave de variables, tanto respecto de sus niveles como de sus tasas de cambio, contemporáneas y estimadas futuras. Una variable cuyo comportamiento presente y estimado futuro es crucial en esta evaluación, es la diferencia observada entre la tasa de inflación subyacente y la meta de inflación. Otras variables de gran importancia que condicionan un eventual cambio en la política monetaria son indicadores de actividad y empleo, la brecha entre el gasto agregado y el producto (y, por ende, el saldo en la balanza comercial), el saldo en la cuenta corriente de la balanza de pagos, varios agregados monetarios, el crecimiento de los salarios y la curva de rendimiento de las tasas de interés.

La evaluación que realiza el Consejo del BCCh se basa en indicadores cuantitativos de la coyuntura y las perspectivas de corto y mediano plazo. Estas últimas se infieren de análisis estadísticos y modelos econométricos, preparados por el equipo técnico del Banco. La información provista por estas herramientas cuantitativas es complementada por un análisis cualitativo, que es enriquecido por el continuo diálogo que lleva el Banco con el Ministerio de Hacienda y con los principales actores del sector privado.

Procedimientos Operacionales de la Política Monetaria

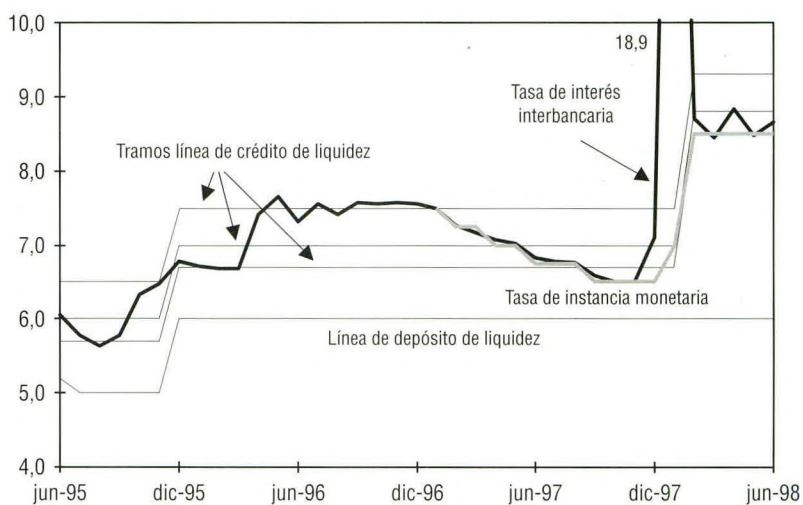
La programación monetaria del BCCh se basa en un programa mensual de la base monetaria o emisión (también denominada liquidez de la economía) para el período de medición de la exigencia de reservas bancarias legales, que coincide con el período de cálculo de la UF. La proyección mensual de la base

monetaria se fundamenta en una estimación de su demanda consistente con la tasa de instancia del Banco. La estimación de la demanda por base también se hace consistente con las demandas por agregados monetarios más amplios (en particular M1A) y con factores estacionales intra-anales e intra-mensuales. Luego se consideran todos los flujos conocidos de emisión (expansivos y contractivos) causados por los vencimientos de pagarés del Banco y los cambios esperados en los saldos de las cuentas corrientes de las instituciones financieras en el Banco (el encaje bancario), para determinar el monto de operaciones de mercado abierto.

La principal herramienta del BCCh está constituida por las operaciones de mercado abierto. En forma más esporádica se afecta la liquidez a través de intervenciones cambiarias no esterilizadas. Finalmente cabe mencionar dos instrumentos operacionales, de carácter más secundario en la conducción de la política monetaria: los requerimientos de reservas legales impuestos al sistema financiero (bancos y sociedades financieras) y las facilidades estándares establecidas para el sistema financiero. El énfasis central colocado en las operaciones de mercado abierto (y, excepcionalmente, en las intervenciones cambiarias) refleja una conducción de la política monetaria que está basada en el uso de instrumentos indirectos o de mercado, haciendo similares las intervenciones del BCCh a las operaciones realizadas por las instituciones financieras. Otro aspecto importante de estas operaciones es que mediante ellas se privilegia la entrega de señales claras al mercado acerca de los objetivos de la política monetaria. A continuación se describe en mayor detalle el uso y el alcance de estos cuatro instrumentos de política.

Para minimizar la diferencia entre la tasa de instancia monetaria anunciada por el Banco y la tasa interbancaria observada, se controla la liquidez a través de la conducción de operaciones de mercado abierto. Las dos principales operaciones de mercado abierto son los cupos o montos de nuevas emisiones de papeles de deuda (pagarés) del BCCh y las operaciones de repo y anti-repo. Mediante los cupos de pagarés se realiza la acomodación gruesa de la liquidez, la cual se ajusta en forma más fina mediante los repos y anti-repos. Los cupos de pagarés son comunicados por el BCCh al mercado con un mes de anticipación (1 día antes del nuevo período de encaje).

Tasa de Interés Interbancaria y Líneas de Crédito y Liquidez junio 1995 - junio 1998



Nota: Las tasas son anualizadas reajustables en UF.

Esta información, que se agrega a la de los vencimientos de pagarés en el mismo período, permite a los bancos estimar anticipadamente la situación de liquidez del sistema financiero. Las operaciones de repo son compras de pagarés del Banco y de propiedad de las instituciones financieras, con pacto de retroventa. Estas operaciones le permiten al Banco inyectar liquidez con garantía, que corresponde a los pagarés transitoriamente comprados. Las operaciones de anti-repo son ventas del Banco de pagarés de corto plazo (en general, de madurez de 1 a 7 días), mediante las cuales se retira temporalmente liquidez de la economía.

Las operaciones de cambio no esterilizadas tienen un impacto monetario en el corto plazo. Sin embargo, salvo en situaciones excepcionales,¹³ el BCCh procede habitualmente a esterilizar dichas intervenciones en un período breve, precisamente para evitar sus efectos monetarios. En estas circunstancias excepcionales, el BCCh permite, a través de la restricción de la emisión o liquidez, que se observe una brecha positiva entre la tasa la tasa interbancaria observada y la tasa de instancia monetaria.

Los requerimientos de reservas legales impuestos a las instituciones financieras (encajes exigidos) no se utilizan como un instrumento activo de política monetaria. Se han mantenido sin mayores modificaciones desde los años ochenta, reflejando la priorización del encaje legal como un instrumento de manejo prudencial del sistema financiero, asegurando que el encaje represente un costo bajo y estable de la intermediación financiera. Las tasas de encaje son 9% para las obligaciones a la vista y

3.6% para las obligaciones a plazo, con una tasa de encaje media de 4.5% en la actualidad.¹⁴

Las facilidades estándares establecidas para las instituciones financieras son instrumentos del Banco Central cuyas condiciones y modalidades son conocidas previamente por las instituciones financieras y son utilizados discrecionalmente por ellas. Existen dos instrumentos con estas características: la línea de crédito de liquidez y el depósito de liquidez. La línea de crédito de liquidez otorga préstamos del BCCh a las instituciones financieras, con montos y tasas conocidos por ellas. Esta línea tiene tres tramos con tasas marginales crecientes, con las siguientes características en la actualidad: un primer tramo (con un monto de 40% del total) a una tasa de 8.5%; un segundo tramo (con un monto de 30% del total) a una tasa de 8.8%; y un tercer tramo (con un monto de 30% del total) a una tasa de 9.3% (véase gráfico 1).

Con el fin de limitar la capacidad de los bancos para aumentar la liquidez agregada (y luego impedir el cumplimiento del programa de monetario) solicitando préstamos por la vía del crédito de liquidez, el Banco ha colocado una restricción cuantitativa a su utilización, que consiste en que cada institución financiera sólo puede acceder (como saldo promedio durante el período mensual de encaje) a un 12% del monto total autorizado, que a su vez corresponde al 60% del encaje exigido en el período precedente. Por

¹³ Por ejemplo, ataques especulativos contra el peso.

¹⁴ Esta tasa de encaje es un promedio ponderado que refleja una participación de 84% de las obligaciones a plazo en el total de obligaciones.

supuesto, en cualquier día particular las instituciones financieras pueden acceder a un 100% del monto total autorizado, en la medida en que cumplan con la restricción promedio mensual mencionada arriba.

El depósito de liquidez es una facilidad estándar para todas las instituciones financieras, que opera mediante una ventanilla abierta permanentemente, en la cual las instituciones pueden depositar sus excedentes de liquidez diarios. Estos depósitos son de madurez diaria (*overnight*). También con este instrumento, el Banco procura disminuir la discrecionalidad de las instituciones financieras en afectar la oferta monetaria a través de esta vía. Pero en este caso la restricción es de precio, reflejada en una tasa de depósito de liquidez muy inferior a la de mercado para operaciones similares, constituyendo un piso para la tasa interbancaria. Actualmente la tasa de depósito de liquidez es de 6.0% real anual, un valor que se encuentra 250 puntos base por debajo de la tasa de instancia, determinada en 8.5% real anual.

El piso determinado por la tasa de depósito de liquidez y el techo determinado por la tasa del tercer tramo del crédito de liquidez delimitan un corredor para la tasa interbancaria de instancia o tasa objetivo del BCCh. Cuando la tasa de instancia objetivo excede de la tasa del primer tramo del crédito de liquidez, la mencionada restricción de 12% del monto autorizado de crédito de liquidez se hace operativa.

LA REDUCCIÓN DE LA INFLACIÓN EN CHILE: 1990-1998

La reducción de la inflación entre 1990 y 1998, ha sido una experiencia altamente exitosa y única en la historia de Chile desde 1940. Es, de hecho, la primera vez que se ha logrado mantener la inflación en niveles de un dígito y convergiendo al nivel de los países desarrollados en forma sostenida, sin producir desequilibrios macroeconómicos que pongan en riesgo los avances conseguidos. Los procesos de estabilización de 1959-1962 y de 1979-1982 también permitieron reducir la inflación a niveles cercanos a 5% por año, pero, lamentablemente, fueron experiencias que permitieron sólo un logro transitorio y que, por su naturaleza, acumularon desequilibrios que hicieron insostenible el esfuerzo. La experiencia de los noventa, en cambio, es una en que el avance ha sido gradual y sostenido, en que el control de la inflación no ha mo-

tivado desequilibrios y en que podemos tener confianza en que sus resultados perdurarán. Esta sección del trabajo revisa la experiencia con el control inflacionario durante los noventa desde un punto de vista conceptual y evalúa los logros obtenidos.

Esquema Conceptual de la Operación

La reducción de la inflación en Chile desde niveles del 25% en 1990 a un nivel cercano a 6% en 1997 se basó en cinco pilares fundamentales. Estos son: (i) una gran disciplina y convicción para avanzar sostenidamente en la lucha antiinflacionaria; (ii) el reconocimiento de las restricciones que impone la existencia de amplios mecanismos de indización en la economía; (iii) la implementación de un ancla nominal bien definida y reactualizable ante nuevos desarrollos del entorno macroeconómico; (iv) una política cambiaria coherente con el objetivo de mantener un déficit de cuenta corriente acotado y prescindencia de la utilización del tipo de cambio nominal como herramienta antiinflacionaria; y (v) un esquema de política macroeconómica flexible que permitió reacciones oportunas y prudentes ante cambios de las condiciones macroeconómicas.

La necesidad de mantener una disciplina irrestricta en el control de la inflación fue la base para construir un importante grado de credibilidad en las políticas del BCCh. Esta disciplina se manifestó en distintos frentes. En primer lugar, en una acción decidida en contra de la inflación, a comienzos de 1990 el BCCh intensificó la política monetaria restrictiva a través de un incremento de más de 2 puntos porcentuales en las tasas de corto plazo en menos de un mes (modificando de paso tasas de mediano y largo plazo). Luego, las metas de inflación se irían cumpliendo año tras año, demostrando que existía una genuina vocación antiinflacionaria. Asimismo, la meta de inflación que se anunciaba era cada año más exigente, mostrando que era posible acercarse a tasas de inflación de países desarrollados. Además, la disminución de la tasa de inflación se realizaba en un marco de economía abierta y competitiva, sin controles de precios, con un sector fiscal sano, y sin recurrir en ningún momento a la fijación del tipo de cambio nominal. Se generaban así condiciones de sustentabilidad en los avances logrados. Todos estos logros fueron constituyendo la base para que los

agentes económicos mantuvieran un alto grado de credibilidad sobre las intenciones, capacidad y resolución del Instituto Emisor.

A diferencia de otras experiencias latinoamericanas, donde se consiguió una disminución de la inflación en un plazo muy breve, en Chile se optó por un esquema de avances graduales. En el trasfondo de esta decisión estaba (y está) la existencia masiva de indización en la economía. Esto ponía una restricción esencial a la velocidad con que se podía avanzar en el control de la inflación.¹⁵

La indización se origina como una defensa de los agentes ante sorpresas inflacionarias y se verifica en variados contratos y situaciones. Este aparato que teóricamente aísla (individualmente) a los agentes ante choques inflacionarios termina por producir (a nivel agregado) una inflación más rebelde —de mayor persistencia— y más volátil y un ambiente en que se generan mayores costos a la hora de iniciar un plan de estabilización. Considerando estos elementos, el BCCh ha seguido una política de avances graduales en el control de la inflación, generando espacio para reducciones sostenidas y donde la inflación futura se ha hecho más predecible.¹⁶ Esta gradualidad ha permitido aminorar los costos asociados al control inflacionario.

La gradualidad en la política de desinflación también tiene sustento en la presunción de que las expectativas inflacionarias se ajustan lentamente. En efecto, existe evidencia que muestra que las expectativas de inflación se mueven más lentamente que la inflación efectiva, haciendo recomendable una trayectoria suave de control inflacionario.¹⁷

La masificación de la indización en nuestra economía genera un problema adicional al inconveniente mencionado de tener una inflación más persistente y volátil. Debido a que las tasas de interés son reajustables y la política monetaria se realiza —por razones ya mencionadas— a través de la orientación del nivel

de las tasas de interés, la economía no tiene un ancla nominal en forma natural. Esto significa que no existe una variable que sirva de manera automática como referente para el nivel de precios o para la tasa de inflación. En este contexto, teóricamente podría existir cualquier tasa de inflación consistente con un mismo conjunto de variables fundamentales. En parte previendo esta carencia, el BCCh comenzó a anunciar proyecciones de inflación a partir de 1990, las que luego se convirtieron en metas explícitas de inflación. Como se discutió en la sección anterior, estas metas permiten tener a un costo bajo un ancla nominal, lo cual da paso a la celebración de contratos que incorporan la inflación futura. Las negociaciones salariales del sector público son un buen ejemplo de este tipo de contratos.

La historia consigna varias experiencias en el mundo, en que la autoridad monetaria se concentra en obtener resultados antiinflacionarios a través de la utilización del tipo de cambio nominal como el ancla de la economía. Muchas veces, también, estas ganancias se evaporan rápidamente para, luego de una crisis cambiaria, dar paso a una alta tasa de inflación. La estrategia de desinflación seguida por el BCCh ha sido muy cuidadosa en evitar utilizar el tipo de cambio para controlar la inflación. De hecho, la política cambiaria ha buscado coherencia con el objetivo de mantener el déficit de cuenta corriente dentro de rangos sostenibles. La política cambiaria, basada en una banda de intervención junto a una paridad central que se ajusta según el diferencial de inflación entre Chile y sus socios comerciales, más un ajuste por cambios en el tipo de cambio real de largo plazo, es la manifestación práctica de esto.

El objetivo de mantener el tipo de cambio dentro de su banda de flotación no siempre fue logrado durante los últimos ocho años. A pesar de los esfuerzos de compras de divisas por parte del Instituto Emisor (como parte de la esterilización del masivo flujo de capitales), el rápido crecimiento de la productividad en Chile y su éxito como economía emergente hacían necesaria la verificación de una apreciación real de equilibrio. La constatación del esfuerzo por dilatar dicha apreciación está en los importantes volúmenes de reservas internacionales que acumulamos entre 1990 y 1997. A pesar del esfuerzo, sin embargo, el tipo de cambio real se apreció cerca de 30% durante ese lapso. La constatación de que es prácticamente

¹⁵ Cabe destacar que en los últimos planes de estabilización en Brasil durante 1994 y en Argentina durante 1991 la indización fue suspendida por ley. Ver Landerretche y Valdés (1997).

¹⁶ Ver el artículo de Magendzo (publicado en este número) para una estimación de la evolución de la incertidumbre inflacionaria en Chile.

¹⁷ Ver Gagnon (1996).

imposible “doblarle la mano al mercado” en materia cambiaria, ha implicado que el BCCh siga una política pragmática en la actualidad, actuando para evitar cambios bruscos en el tipo de cambio, pero sin interferir en su tendencia de largo plazo.

El hecho de que el tipo de cambio real de equilibrio se haya apreciado durante los noventa fue, sin duda, un factor que ayudó al control de la inflación. Esto, sin embargo, no debe entenderse como que se utilizó el tipo de cambio nominal como el factor catalizador de la desinflación. Muy por el contrario, el tipo de cambio real se apreció por condiciones estructurales de la economía, a las cuales contribuyó la propia reducción de la inflación, y el BCCh sólo reconoció dicho ajuste de equilibrio. Si, además, este ajuste benefició la lucha antiinflacionaria, bienvenido, pero nunca fue el factor determinante ni central del esquema de control de la inflación.¹⁸

Junto a la política cambiaria descrita se ha llevado a cabo un proceso de liberalización de la cuenta de capitales de la balanza de pagos consistente con evitar una apreciación del tipo de cambio real más allá de lo que se considera saludable. Específicamente para evitar afectar al tipo de cambio durante un ciclo de política restrictiva y, más generalmente, debido a que Chile muestra tasas de interés superiores a las de los países desarrollados y a que han existido masivos inlfujos de capitales en países emergentes, el diseño de política económica seguido por el BCCh durante los noventa ha incluido algunas regulaciones de la cuenta de capitales.¹⁹ Entre las dos regulaciones más importantes se encuentra el encaje no remunerado de 30% a las entradas de capital (que exceptúa la inversión extranjera directa) con período de mantención de un año, independientemente del plazo al que entra el capital, y los requerimientos de permanencia de al menos un año para algunas formas de capital. Estas regulaciones permiten mantener tasas de interés a un nivel superior al de las extranjeras sin inducir movimientos masivos de capital. Se aminoran así los efectos depresivos sobre el tipo de cambio de mayores tasas de interés.

Sin duda que estas medidas regulatorias no están exentas de costos, tanto desde el punto de vista microeconómico —a través de una asignación de recursos imperfecta— como desde la perspectiva macroeconómica —reflejados, por ejemplo, en una menor tasa de inversión. Hasta ahora, sin embargo, nuestra evaluación es que sus beneficios son mayores que sus costos.²⁰

Finalmente, durante este período se ha considerado prioritario que las decisiones en política monetaria mantengan un amplio grado de flexibilidad, oportunidad y de prudencia por tres razones complementarias. Primero, los efectos de los cambios en la tasa de instancia monetaria se verifican en numerosos campos de la economía, incluyendo la inflación, el crecimiento económico, el déficit externo, la evolución de los salarios y el desempleo. Esto requiere de una importante dosis de flexibilidad y prudencia pues la sobre-reacción llevaría a una excesiva volatilidad de las distintas variables. Segundo, la información disponible en cada instante no permite conocer con exactitud plena el estado de la macroeconomía. Los naturales rezagos en recolección de información, así como eventuales errores de medición, hacen que la autoridad disponga de información incompleta, lo cual redundaría en una mayor prudencia en la toma de decisiones. Y tercero, existen importantes rezagos en los efectos de política monetaria, por lo que es necesario actuar con oportunidad. Por ejemplo, se estima que el impacto de un aumento de tasas de interés afecta el crecimiento del PIB y del gasto entre dos y cuatro trimestres de ocurrida esa alza. Adicionalmente, debido a la gradual apertura de la cuenta de capitales, existe la presunción de que los mecanismos de transmisión de la política monetaria han sufrido (y sufrirán) algunas modificaciones. Esto también llama a un manejo prudente de la política monetaria.

Una Evaluación de los Resultados

La disminución de la inflación durante los años noventa ha sido parte de un proceso en que la meta de inflación se ha cumplido en cada año desde 1990. Este notable logro ha significado que los agentes tengan un alto grado de credibilidad en el BCCh.

¹⁸ Corbo (1998) presenta evidencia que muestra que la credibilidad en el BCCh —y no la evolución del TCR— fue el factor clave en la reducción de la inflación en Chile durante 1990-1997.

¹⁹ Estas regulaciones tienen también un objetivo prudencial. Ellas entregan incentivos para que la entrada de capitales se concentre en operaciones de largo plazo y en inversión directa, lo que permite tener una estructura de plazos en los pasivos que permite mantener una posición menos vulnerable.

²⁰ En Massad (1998) discutimos con más detalle la racionalidad detrás de la mantención de estas regulaciones. En ese artículo también discutimos la necesidad de que estas regulaciones sean transitorias. Lo que buscan es evitar una liberalización prematura, no una liberalización final.

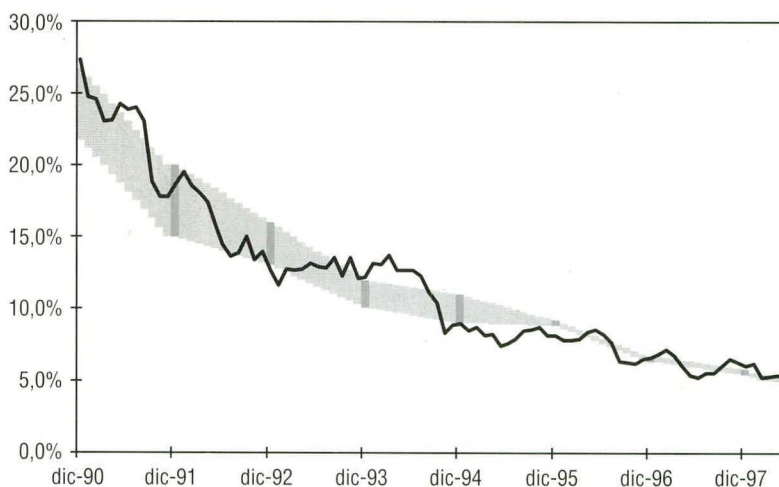
Por ejemplo, las proyecciones de inflación de analistas privados habitualmente se acercan a la meta que ha anunciado el Instituto Emisor.

El gráfico 2 muestra la evolución de la tasa de inflación en 12 meses, las metas a diciembre de cada año (bloques oscuros) y un indicador de meta de inflación para cada mes (área gris) que simplemente conecta linealmente las metas a diciembre de cada año. Se observa que la inflación efectiva ha estado casi siempre dentro del rango fijado por la meta o muy cercana a ésta cuando la meta ha sido un número puntual. Esto último refleja el hecho que la tasa de inflación observada tiene dos componentes: una inflación de tendencia o subyacente y *shocks* transitorios de inflación.

Debido a que el rol de la política monetaria es controlar la tasa de inflación de tendencia, una variable clave en la toma de decisiones de política es lo que sucede con la inflación subyacente. En la inflación observada existen cambios de precios que no dependen de la política monetaria –v.g., un alza de precios de bienes perecibles luego de una mala cosecha por motivos climáticos– y que se reflejan en la tasa de inflación (pero que no lo hacen en la subyacente). De hecho, existen circunstancias en que es recomendable no apuntar con exactitud absoluta a la meta de inflación en el corto plazo. Esto generaría una volatilidad mayor que la deseable en otras

GRÁFICO 2

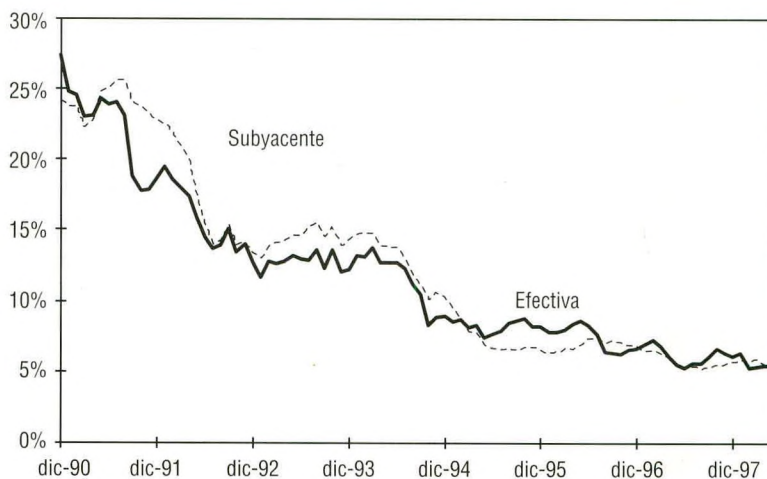
Inflación y Meta de Inflación, 1990-1998



Nota: (1) Inflación en doce meses.
 (2) Los bloques en diciembre de cada año denotan la meta de inflación respecto de diciembre del año precedente y anunciadas en septiembre del año precedente.
 (3) El área gris muestra la unión de las metas de inflación.

GRÁFICO 3

Inflación Efectiva e Inflación Subyacente, 1990-1998

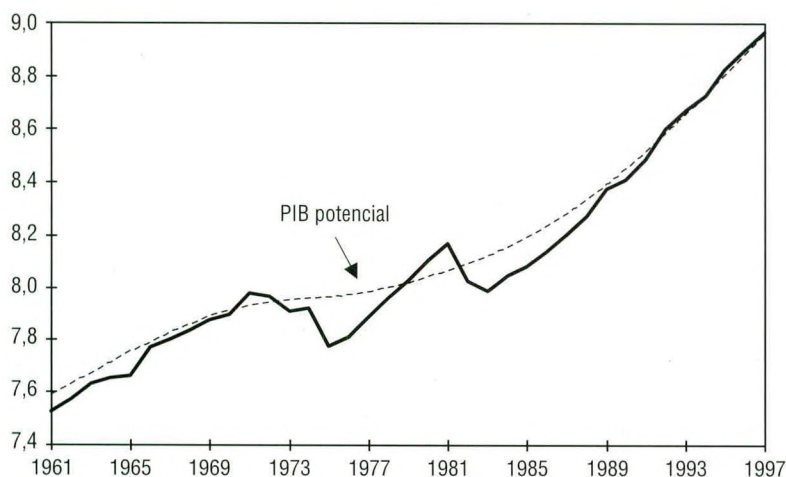


Nota: (1) Inflación en doce meses.
 (2) La inflación subyacente corresponde a inflación sin perecibles ni energía.

variables macroeconómicas. Así, para las decisiones de política el objetivo de mantener la inflación subyacente dentro de una trayectoria acorde con las metas propuestas es de suma relevancia. Es importante, no obstante, dejar en claro que existe una relación estrecha entre la inflación efectiva y la subyacente. El gráfico 3 muestra la tasa de inflación

GRÁFICO 4

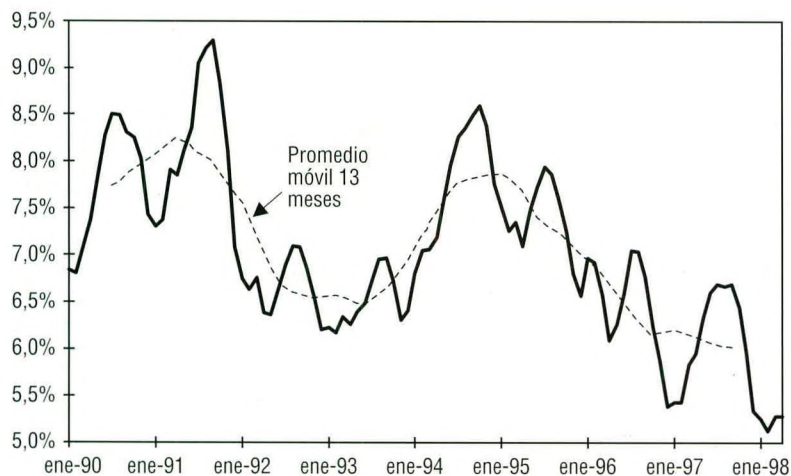
PIB y PIB Potencial, 1961-1997



Nota: (1) Escala logarítmica.
 (2) Fuente del PIB potencial: Reestimación basada en Rojas, López y Jiménez (1977).

GRÁFICO 5

Tasa de Desempleo, 1990-1998



Nota: Tasa de desempleo total país.

en 12 meses observada y subyacente. Se observa que ambas medidas de inflación tienden a moverse en forma conjunta (tienen una correlación cercana al 97%) y en promedio son exactamente iguales. ¿Han existido costos en el nivel o volatilidad de la actividad asociados a la reducción de la inflación en Chile? Una economía indizada puede teórica-

mente sufrir una alta tasa de desempleo y tener un nivel de producción consistentemente por debajo de su potencial durante una fase de reducción de la inflación. Si existe indización masiva, los salarios nominales (y otros precios claves) evolucionan según la inflación rezagada y una rebaja en la inflación produce automáticamente un incremento de los salarios reales. Si este incremento no es consistente con la evolución de la productividad, los salarios tenderán a volver a su nivel de equilibrio por presión de un incipiente desempleo (o un gran desempleo, si el mercado laboral no es suficientemente flexible).

En Chile, sin embargo, no existe evidencia de que la desinflación haya producido costos de importancia sobre el nivel de actividad. En efecto, tal como lo muestra el gráfico 4, la economía ha mostrado un nivel de actividad muy cercano al nivel potencial durante los noventa. Ciertamente durante esta década han existido algunos ciclos —generados tanto por *shocks* exógenos, como en los términos de intercambio, y por la propia política

monetaria—, pero en promedio el PIB no se ha alejado del potencial. El desempleo, por su parte, ha mostrado una trayectoria consistente con el pleno empleo. El gráfico 5 muestra que fuera de un incremento transitorio del nivel de desempleo entre 1993 y mediados de 1994, la tasa de desempleo ha tendido a disminuir durante toda este período, llegando a pisos récord en 1997-1998.

Existen dos explicaciones complementarias para el hecho de que el control de la inflación no haya generado costos manifiestos en actividad. Por un lado, la política de desinflación fue aplicada en forma gradual y anunciando explícitamente los cambios que sucederían. Esto permitió a los distintos agentes con contratos no indizados acomodar precios de manera consistente con los nuevos niveles de inflación. Por otro lado, las espectaculares ganancias de productividad observadas durante la década permitieron acomodar los eventuales incrementos de salarios reales que se producían por la disminución de la inflación en un ambiente indizado. En efecto, las estimaciones muestran incrementos de productividad media de aproximadamente 5% por año entre 1990 y 1997, suficientes para acomodar incrementos del salario real sin tener efectos en desempleo.

Adicionalmente cabe destacar que el control de la tasa de inflación tampoco ha implicado una mayor volatilidad en las variables macroeconómicas. El efecto estabilizador de la política monetaria se verifica en que la amplitud de los ciclos económicos —aun controlando por los efectos de términos de intercambio— no ha aumentado. La evidencia más bien apunta a que la amplitud de estos ciclos ha disminuido.

Por último, cabe analizar si el diseño de política macroeconómica seguida durante los años noventa ha generado un impacto negativo sobre la evolución del tipo de cambio real de largo plazo.²¹ Es un hecho que durante estos años se observó una apreciación real importante: entre 1990 y 1997 el tipo de cambio real disminuyó a un ritmo promedio de 5% por año. Desde la perspectiva de la política monetaria cabe preguntarse si dicha apreciación sucedió debido a la política implementada, independientemente, o a pesar de ella.

El hecho de observar una entrada masiva de capitales y diferenciales de tasas de interés positivos entre la economía doméstica y el extranjero no es prueba de que la política monetaria haya generado la apreciación real. De partida, el influjo de capitales fue generalizado a prácticamente todos los países emergentes, reflejando que detrás del influjo existían importantes “factores de empuje”, en particular disminuciones en las tasas de interés internacionales. El diferencial de interés, por su parte, es la consecuencia lógica y bus-

cada de la aplicación de regulaciones a la cuenta de capitales. Más aún, este diferencial naturalmente refleja el hecho de que nuestra economía es menos abundante en capital que una desarrollada. En la medida que Chile se desarrolle esperamos observar tasas de interés similares a las internacionales. Adicionalmente, cabe destacar que durante este período el déficit de la cuenta corriente se mantuvo dentro de los márgenes previstos por la autoridad y el ritmo de crecimiento de las exportaciones fue espectacular. Estos logros no se hubiesen conseguido con un tipo de cambio real sobrevaluado. En consecuencia, tenemos la convicción de que lo grueso de la apreciación real observada durante los noventa sucedió a pesar de la política realizada y como consecuencia de la estabilidad macroeconómica (incluyendo la disminución de la inflación). Un menor nivel de tasas (ceteris paribus) sólo habría acelerado la apreciación real al producir un mayor gasto agregado.

Lo anterior no significa que en el *corto plazo* el tipo de cambio real no se haya visto o se vea afectado por la política monetaria. El objetivo del BCCh ha sido que estos efectos sean lo más pequeños posibles, pero la política de apertura gradual de la cuenta de capitales hace imposible aislar completamente el mercado cambiario de las condiciones financieras. En todo caso, de existir estos efectos, se considera que han sido de menor importancia y transitorios. De hecho, no existe evidencia empírica formal de que incrementos de tasas de interés estén asociados a una apreciación cambiaria en Chile.

En suma, las regulaciones a la cuenta de capitales, así como las intervenciones esterilizadas, habrían generado espacio para que la política monetaria no provocara alteraciones mayores por el lado cambiario. El grueso de la apreciación observada obedeció más bien a factores estructurales como incremento de productividad e influjo de capitales, a los que puede haber contribuido el éxito de la política antiinflacionaria.

RETOS FUTUROS PARA LA CONDUCCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

El esquema de política monetaria utilizado actualmente en Chile es apropiado si se consideran algunos factores estructurales de la economía. Entre éstos cabe destacar el grado de desarrollo del mercado de

²¹ Rosende (1998) defiende esta hipótesis.

capitales doméstico, el nivel de apertura financiera que tiene Chile, el uso de cláusulas indizatorias en la formulación de contratos, la calidad y tamaño del acervo de capital acumulado y los niveles de inflación que hemos tenido. No obstante, en la medida que estas condiciones vayan cambiando, es necesario ir adecuando y perfeccionando la manera en que se realiza la política monetaria. En esta sección revisamos algunos de los retos que se avecinan.

Convergencia Internacional y Apertura de la Cuenta de Capitales

Por diseño, la experiencia chilena de los noventa es una de transición hacia un nuevo estado estacionario de inflación baja y estable y de una completa integración financiera con el exterior. La tarea de los próximos años es completar dicha transición, lo que requiere mantener la disciplina y la convicción por el control antiinflacionario que ha demostrado el Instituto Emisor durante estos años.

Una dimensión clave en la convergencia es la oportunidad de modificación de las distintas regulaciones de la cuenta de capitales. Existen innumerables beneficios de tener una integración completa con el exterior, pero también existen riesgos considerables si dicha integración se realiza en momentos en que un país no está preparado para ello. Una liberalización completa —manteniendo las medidas prudenciales para la banca habituales en países desarrollados— podrá alcanzarse sólo en la medida que: (i) El nivel de las tasas de interés reales domésticas no sea muy diferente al de las tasas internacionales. Eso involucra que el ahorro doméstico se incremente lo suficiente para financiar buena parte de las necesidades de inversión (o, de manera equivalente, que el déficit de cuenta corriente de largo plazo tienda a decrecer); (ii) Exista un mercado de capitales doméstico profundo que esté capacitado para funcionar sin problemas con un tipo de cambio completamente flexible. Este mercado debe entregar posibilidades de cobertura para aquellos que lo requieren y la flexibilidad cambiaria es necesaria para mantener la autonomía monetaria; (iii) Se tenga un mayor grado de flexibilidad en la política fiscal que permita mantener mayores niveles de ahorro público en períodos de entradas de capital; y (iv) Se mantenga y consolide el manejo macroeconómico responsable que se ha visto durante los últimos años. Mientras se avanza

hacia estas condiciones, el BCCh irá gradual y progresivamente dando pasos concretos de liberalización, manteniendo el objetivo de largo plazo de completa integración, pero velando porque ésta no signifique riesgos innecesarios.

La gradual apertura de la cuenta de capitales genera profundos desafíos para el funcionamiento y manejo de la política monetaria. Específicamente, una mayor movilidad de capitales abre espacio para que exista un canal de transmisión de la política monetaria adicional a los habituales efectos sobre el gasto agregado —efectos directos y a través de la disponibilidad de crédito— basado en el tipo de cambio. En este sentido, el caso de Canadá es interesante. El Banco de Canadá mantiene su política centrada en la orientación de la evolución de un Índice de Condiciones Monetarias, que resume el estado de las tasas de interés y del tipo de cambio. En la medida que el BCCh vaya modificando las regulaciones a la cuenta de capitales, el diseño de la política monetaria deberá crecientemente considerar y utilizar este canal alternativo de transmisión.

Por último, tenemos el desafío de lograr la convergencia y mantención de la inflación al nivel de aquella de los países industrializados. La convergencia requiere definir en algún plazo razonable la meta de inflación de largo plazo más conveniente para la economía chilena. En este punto existen diferentes opiniones. Algunos consideran que cualquier inflación positiva es un costo para la sociedad, por lo que nuestra meta debe ser una inflación nula. Otros consideran que es beneficioso mantener un pequeño nivel positivo de inflación. El argumento se apoya en la existencia de fricciones nominales en algunos precios, lo que hace deseable una pequeña inflación para facilitar ajustes reales. Adicionalmente existe el problema de sesgos en la medición de la inflación, los que hacen que la inflación medida sea mayor a la efectiva.²² Hasta ahora se ha considerado una meta de inflación de largo plazo de 3% por año; sin embargo, para legitimar la mantención de la inflación a niveles como los de las economías desarrolladas, es necesario que la sociedad discuta el nivel de inflación que quiere y esté convencida de los beneficios que acarrea su control.

²² Ver el artículo de Lefort publicado en este mismo número de la revista.

Perfeccionamiento de Instrumentos

Los instrumentos que se utilizan para llevar a cabo la política monetaria en Chile son adecuados para la realidad actual, pero perfectibles en el mediano plazo. Existen al menos tres dimensiones en las cuales es recomendable considerar futuras innovaciones. Ninguna de éstas es urgente, pero es recomendable su discusión y análisis.

Nominalización

La política monetaria en Chile tiene una característica única en el mundo al operar a través de tasas de interés reales. Este esquema tiene algunos beneficios e inconvenientes. Por un lado, la comunicación de intenciones de política sería supuestamente más clara cuando se manejan tasas reales: un incremento de tasas es inequívocamente una contracción en la política monetaria. Además, a través del control de tasas reales, la autoridad tendría un mejor control del canal habitual de transmisión de la política costo del crédito-gasto. A pesar de estos beneficios, el manejo de tasas reales permite un control imperfecto de los agregados monetarios, lo que redundaría en que la autoridad no tiene todo el control que potencialmente podría tener sobre el canal de transmisión alternativo de la política agregados-gasto. Además, el uso de tasas reajustables legitima la indización y no da señales de que sea necesario avanzar hacia su desmantelamiento en operaciones de corto plazo.

El Instituto Emisor ha considerado que es conveniente avanzar hacia la nominalización de la política monetaria. Para este efecto se emite, desde julio de 1997, una parte de la deuda de corto plazo en la forma de bonos nominales a 90 y 42 días (PDBC90 y PDBC42), y, desde marzo de 1998, en la forma de bonos nominales a un año plazo (PDBC360). En la actualidad estos papeles constituyen un 7.2 % de los pasivos totales del BCCh. Estas emisiones fueron los primeros pasos de la nominalización y apuntan a que el mercado aprenda a valorar y transar estos instrumentos. Un paso futuro clave es la decisión de cambiar la tasa objetivo de la política monetaria desde una tasa indizada a una nominal.

Meta de Inflación

Como se discutió anteriormente, las consideraciones para el diseño de la meta de inflación son diferentes en economías en transición respecto de eco-

nomías con un nivel de inflación de estado estacionario. En la medida que Chile logre mantener una inflación cercana a la internacional, es recomendable evaluar algunos cambios en la formulación de la meta de inflación. Algunas innovaciones a considerar son: (i) la formulación de metas con un horizonte mayor a un año; (ii) la definición de la meta sobre la inflación subyacente; y (iii) la utilización de un rango para la meta de inflación.

Explicitar Reglas

La comunicación de la meta es sólo un componente (aunque central) de la necesaria transparencia y exigibilidad que se deriva de la responsabilidad de bancos centrales autónomos, debiendo ser complementada por la provisión de información amplia al público respecto de las reglas que determinan las acciones de política monetaria, los instrumentos técnicos sobre las cuales se sustentan y las consideraciones generales que se toman al momento de iniciarse cambios en la política monetaria. Obviamente esta comunicación de reglas debe, al mismo tiempo, permitir mantener la necesaria flexibilidad en la formulación de la política macroeconómica.

El BCCh ha desarrollado y seguirá profundizando una política de comunicación creciente respecto de los objetivos, instrumentos, reglas y procedimientos operativos que conforman su política monetaria. Al respecto cabe mencionar que, en la experiencia internacional, un instrumento muy efectivo en la comunicación de esta información son los informes regulares de inflación, como los emitidos por los bancos centrales de Australia, Canadá, España, Finlandia, Nueva Zelanda y Reino Unido.

REFERENCIAS

- Akerlof, G. A., W. T. Dickens y G. L. Perry (1996). "The Macroeconomics of Low Inflation." *Brookings Papers on Economic Activity* (1): 1-76.
- Alesina, A. y L. Summers (1993). "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence." *Journal of Money, Credit, and Banking* 25(2): 151-62.
- Alesina, A. y R. Gatti (1995). "Independent Central Banks: Low Inflation at No Cost?" *American Economic Review* 85(2): 196-200.

- Andrés, J. e I. Hernando (1997). "Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence from the OECD." NBER Working Paper N° 6062, junio.
- Bernanke, B. S. y F. S. Mishkin (1997). "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?" *Journal of Economic Perspectives* 11(2): 97-116.
- BIS (1998). *68th Annual Report*. Basilea, Suiza: Bank of International Settlements
- Budnevich, C. y J. Pérez (1995). "Política Monetaria: La Reciente Experiencia Chilena." *Estudios Públicos* N° 59: 283-322.
- Card, D. y D. Hyslop (1996). "Does Inflation 'Grease the Wheels' of the Labor Market?" NBER Working Paper N° 5538, abril.
- Cecchetti, S. G. (1997). "Central Bank Policy Rules: Conceptual Issues and Practical Considerations." NBER Working Paper N° 6306, diciembre.
- Corbo, V. (1998). "Reducing Inflation: The Chilean Experience." Mimeo, P. Universidad Católica de Chile, junio.
- Cukierman, A. (1992). *Central Bank Behavior, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*. Cambridge, Mass., EE.UU.: MIT Press.
- De Gregorio, J. (1993). "Inflation, Taxation and Long-Run Growth." *Journal of Monetary Economics* 31(2): 271-98.
- De Gregorio, J. (1996). "Inflación, Crecimiento y Bancos Centrales: Teoría y Evidencia Empírica." *Estudios Públicos* N° 62: 29-76
- Feldstein, M. (1996). "The Costs and Benefits from Going from Low Inflation to Price Stability." NBER Working Paper N° 5469, febrero.
- Fischer, S. (1993). "The Role of Macroeconomic Factors in Growth." *Journal of Monetary Economics* 32(2): 485-512.
- Fischer, S. (1995). "Central-Bank Independence Revisited." *American Economic Review* 85(2): 201-6.
- Fischer, S. (1996). "Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?" en *Achieving Price Stability*, A Symposium Sponsored By The Federal Reserve Bank of Kansas City. Jackson Hole, Wyoming, EE.UU.: The Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Fontaine, J. A. (1989). "Banco Central: Autonomía para Cautelar la Estabilidad." *Cuadernos de Economía* N° 77: 65-74.
- Gangon, J. E. (1996). "Long Memory in Inflation Expectations: Evidence from International Financial Markets." Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers N° 538, febrero.
- Groschen, E. y M. Schweitzer (1997). "Identifying Inflation's Grease and Sand Effects in the Labor Markets." NBER Working Paper N° 6061, junio.
- Landerretche, O. y R. Valdés (1997). "Indización: Historia Chilena y Experiencia Internacional." Documento de Trabajo BCCh N° 21, octubre.
- Lefort, F. (1998). "Sesgo de Sustitución en el Índice de Precios al Consumidor." *Economía Chilena*, este número.
- Leiderman, L. y L. E. O. Svensson (1995). *Inflation Targets*. Londres, Inglaterra: Centre for Economic Policy Research.
- Lucas, R. E. (1994). "On the Welfare Cost of Inflation." Working Paper N° 394, Stanford University Center for Economic Policy Research, febrero.
- Magendzo, I. (1998). "Inflación e Incertidumbre Inflacionaria en Chile." *Economía Chilena*, este número.
- Massad, C. (1988). "La Función Técnica y la Función Política del Banco Central: Anatomía Prenatal." *Cuadernos de Economía* N° 77: 75-90.
- Massad, C. (1998). "The Liberalization of the Capital Account: Chile in the 1990s." En *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, Essays in International Finance N° 207, mayo.
- Masson, P. R., M. A. Savastano y S. Sharma (1997). "The Scope of Inflation Targeting in Developing Countries." IMF Working Paper 97/130, octubre.
- Mishkin, F. S. y A. Posen (1997). "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries." *Economic Policy Review*, agosto.
- Rogoff, K. (1985). "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target." *Quarterly Journal of Economics* 100(4): 1169-89.
- Rojas, P., E. López y S. Jiménez (1997). "Determinantes del Crecimiento y Estimación del Producto Potencial en Chile: El Rol del Comercio." Documento de Trabajo BCCh N° 24, octubre.
- Rosende, F. (1998). "Política Monetaria en los 90s: Un Ejercicio 'No Neutral'." Mimeo, P. Universidad Católica de Chile, mayo.
- Sarel, M. (1996). "Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth." *IMF Staff Papers* 43(1): 216-53.
- Summers, L. (1991). "How Should Long-Term Monetary Policy Be Determined?" *Journal of Money, Credit, and Banking* 23(3): 625-31.
- Tobin, J. (1972). "Inflation and Unemployment." *American Economic Review* 62(1): 1-18.
- Von Hagen, J. (1995). "Inflation and Monetary Targeting in Germany." En *Inflation Targets*, editado por L. Leiderman y L. E. O. Svensson. Londres, Inglaterra: Centre for Economic Policy Research.
- Walsh, C. E. (1995). "Optimal Contracts for Central Bankers." *American Economic Review* 85(1): 150-67.