

## **Dos concepciones err3neas sobre tasas e inflaci3n**

Patricio Arrau  
Doctor en Economía, U. de Pennsylvania  
Consejero Giro País

(Columna diario La Tercera, 17 de mayo de 2008)

“El Banco Central elev3 las tasas largas para contraer la economía y controlar la inflaci3n”. Así han reaccionado algunos analistas que se han visto sorprendidos respecto al incremento en las tasas largas de los papeles del Banco Central. Primer error de interpretaci3n. “Las expectativas de inflaci3n del mercado se han desanclado del 3% central del rango meta del Instituto Emisor, puesto que la diferencia de las tasas de inter3s en pesos y en UF es mayor al 3%”. En efecto, en recientes licitaciones de papeles a 10 años en pesos y en UF, las tasas han resultado del 7% y del 3,5% respectivamente, por lo que su diferencia resulta en un 3,5%. Ello ha sido interpretado err3neamente como un incremento de la inflaci3n esperada por el mercado a 10 años plazo, puesto que esta diferencia se ha ensanchado respecto a meses atr3s. Analicemos el primer error.

La tasa de inter3s de m3s largo plazo la fija el mercado financiero equilibrando los deseos de los agentes de mantener la riqueza en diferentes instrumentos de renta fija de diversos plazos. El Banco Central s3lo fija la tasa de polítca monetaria, que a su vez tiene que ser casi idéntica a la tasa interbancaria a un día plazo, pues esta última no se puede desviar de la primera excepto en momentos excepcionales. Sin embargo, si el Banco Central cambia su estructura de oferta en sus licitaciones de papeles, por ejemplo, si incrementa los papeles en UF a 10 años, llamados BCU 10, el mercado deber3 incrementar las tasas de inter3s para acomodar dichos papeles en los portafolios privados, pues la mayor oferta baja el precio del papel en la licitaci3n que es equivalente a subir la tasa de inter3s. Efectivamente el Banco Central est3 aumentando la oferta de papeles largo y muchos est3n sorprendidos. ¿Est3 haciendo esto el Banco Central con el deliberado prop3sito de contraer la economía para reducir la inflaci3n?. En lo absoluto, la explicaci3n es mucho m3s trivial. Como hemos reflejado en varias columnas en este mismo medio, el incremento de las tasas largas es la simple contraparte de la intervenci3n cambiaria. Al retirar divisas, el Banco Central coloca pesos y UF en el mercado. En una primera etapa, se colocaron papeles de corto plazo, pero es evidente que el Banco Central debe extender el plazo de los papeles que coloca cuando ya no hay inter3s en el mercado por esos papeles de corto plazo, y le cuesta mantener las tasas cortas cerca de la tasa de polítca monetario. Las mayores tasas en UF o en pesos son la contraparte del menor valor del peso frente al d3lar. ¿Llegar3n nuevos d3lares en respuesta al alza de tasas largas?. No. En realidad la mayor brecha de tasas es una confirmaci3n de que la intervenci3n va por buen camino y de que las expectativas de apreciaci3n del peso se revirtieron por y cambiaron por expectativas de apreciaci3n del d3lar. Cuando el d3lar se aprecia gradualmente, entonces la brecha de tasas en pesos (o UF) y d3lares debe ensancharse.

El segundo error surge al pensar que la diferencia entre un papel en pesos y un papel en UF es id3ntica a la inflaci3n esperada. Si bien es cierto que esta diferencial de tasas se incrementar3a si las expectativas de mayor inflaci3n crecieran, esa no es la 3nica raz3n para que se incremente la brecha entre papeles en pesos y papeles en UF. Tambi3n se ensancha la diferencia si la inflaci3n se vuelve m3s vol3til, pero sin cambiar su valor esperado. Es lo que se llama prima de riesgo por inflaci3n. Es perfectamente posible tener la inflaci3n anclada en el 3% y al mismo tiempo se ensancha la brecha de tasas nominales y reales pues se percibe m3s riesgoso el papel en pesos. Evidentemente la mayor volatilidad inflacionaria se debe a los choques de precios externos en alimentos, energ3a y petr3leo.

¿Qu3 tienen en com3n ambos errores?. La obsesi3n con la inflaci3n e ignorar los efectos de la intervenci3n. Muchos analistas pensaban que el Banco Central no pod3a afectar el mercado cambiario y que cualquier intento ser3a f3til. En ese escenario nada cambiaria. La intervenci3n, sin embargo, modifica los precios relativos de los instrumentos financieros para que el nuevo portafolio de mercado, ahora m3s intensivo en papeles en UF y pesos, y menos intensivo en d3lares, sea aceptado por los agentes del mercado. El alza del d3lar refleja una mayor escasez relativa de las divisas y el alza de las tasas en pesos y UF refleja una mayor abundancia de dichos papeles. Todo dentro de lo normal, sin que tengamos m3s inflaci3n.