

### El mix actual de política económica

Patricio Arrau  
Ph. D. Economía, Universidad de Pennsylvania

(Columna diario La Tercera, 19 de marzo de 2011)

El jueves pasado el Banco Central de Chile incrementó la tasa de interés política monetaria en medio punto porcentual, llevándola al 4% anual, continuando así la reducción del impulso monetario que a su máximo en julio de 2009 cuando la tasa llegó a su mínimo histórico de 0,5% anual. Está pesando en el instituto emisor las expectativas de inflación para el año que rondan el 4,5% impulsadas principalmente por el shock de oferta que enfrentan varios precios de alimentos y petróleo, pero también por el crecimiento de la demanda interna. Nuevamente, matizado temporalmente por la crisis en Japón, se está configurando una situación similar al año 2007-2008, cuando el alza de los precios internacionales de estos productos llevó la inflación interna a rozar el 10% anual. Adicionalmente, la demanda interna muestra un gran impulso, donde es probable que el Imacec de febrero haya superado el 7,5 %.

Aquí surge nuevamente la discusión sobre cuál es el mix óptimo de política económica en la coyuntura actual. Nuevamente, la preocupación de que el alza de tasas de interés deprima el tipo de cambio es respondido casi automáticamente con la necesidad de ajustar la política fiscal. Creo necesario agregar más elementos a esta discusión, que parece extraordinariamente pobre. En primer lugar, la política fiscal no tiene la flexibilidad de ajustarse en plazos cortos a situaciones especiales y coyunturales, y más bien debe orientarse a ser coherente con los requerimientos más estructurales del desarrollo de la economía chilena y de canalizar eficientemente recursos e incentivos a nuestros compatriotas más necesitados. Con el nivel nulo de deuda pública en Chile, este foco de la política fiscal agregada como el eterno responsable de un tipo de cambio más bajo no solo no tiene sustento empírico, sino que es denota que la profesión se mantiene atrapada en un debate espúreo. Distinto es transparentar en la política fiscal las fuentes de financiamiento del déficit operacional en pesos del Fisco chileno, pues la falta de información respecto al mix de financiamiento en moneda nacional y extranjera sí impacta fuertemente el equilibrio del tipo de cambio.

Volviendo al Banco Central, existen opciones mejores que el mero incremento en la tasa corta para resolver este dilema entre controlar la demanda agregada sin afectar el tipo de cambio. Al subir la tasa corta, el Banco Central intenta subir toda la estructura de plazos de tasas de interés, tanto las tasas cortas como las largas, con el propósito de desincentivar el consumo y la inversión privados. El arbitraje de tasas en pesos y dólares funciona bien con las tasas cortas de interés, pero ese no es el caso con las tasas largas. Un incremento de las tasas largas de interés no atrae capitales externos en la misma proporción que el alza en las cortas, pues al mayor riesgo de exposición a la volatilidad cambiaria de los extranjeros se



suma el riesgo de los precios de los activos financieros en pesos. Para controlar la demanda interna sin afectar el tipo de cambio, por tanto, sería conveniente empujar más la diferencia entre las tasas cortas y largas y al mismo tiempo retirar más dólares indeseados en los portafolios de los actores económicos.

La alternativa, entonces, a subir la tasa corta en 50 puntos base, era subirla sólo en 25 puntos base, para continuar la señal de retiro del impulso monetario, pero al mismo tiempo incrementar el programa de compra de divisas, esterilizando dicha compra con la emisión de papeles en pesos de más largo plazo. Ello incrementa las tasas de interés de más largo plazo en una mayor proporción que la sola alza de tasas cortas, pues incrementa la oferta de papeles largos y baja su precio en pesos. Así se cumplía el doble objetivo de contener las expectativas de inflación y afectar menos el tipo de cambio, de modo de no debilitar el impulso exportador que es imprescindible para mantener la economía creciendo al 6% en el siguiente cuatrienio.