

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

COMPARACIÓN DE LA APLICACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO  
Y EN CHILE: 1996-2003

GRADO QUE SE OBTIENE: LICENCIADO EN ECONOMÍA

ALUMNA: MARIBEL MARTÍNEZ CRUZADO

ASESOR: LIC. MIGUEL GONZÁLEZ IBARRA

MÉXICO, D. F. 2009.



Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

## AGRADECIMIENTOS

A DIOS...

A MIS PADRES POR APOYARME Y CREER EN MÍ

A MI FAMILIA Y AMIGOS POR SU APOYO

A LA UNAM Y A LA FACULTAD DE ECONOMÍA  
POR MI FORMACIÓN ACADÉMICA

## ÍNDICE

	Pág.
INTRODUCCIÓN.....	6
CAPÍTULO I. Referencia teórica.....	8
1.1 Usos del dinero y sistema monetario actual.....	8
1.2 Definición de política monetaria.....	9
Objetivos e instrumentos.....	10
1.3 Política monetaria en el marco general de la política económica.....	12
1.4 Enfoques en Política monetaria: Teoría Clásica, Tradición Cuantitativa de Cambridge, Monetarismo y Teoría Keynesiana.....	14
1.5 Esquema de objetivos de inflación.....	21
1.6 Inflación y crecimiento económico (Curva de Phillips).....	22
1.7 Conclusión.....	23
CAPÍTULO II. Política monetaria en México.....	27
2.1 Banco de México.....	27
2.1.1 Funciones.....	28
2.1.2 Facultades.....	29
2.1.3 Autonomía del Banco de Mexico.....	32
2.1.4 Transparencia y comunicación.....	34
2.2 Objetivos e Instrumentos de Política Monetaria en Mexico.....	36
Pronóstico de la base monetaria.....	37
Operaciones de mercado abierto (como instrumento principal).....	39
Régimen de saldos acumulados.....	41
2.3 Mecanismos de transmisión de la Política monetaria en México.....	44
2.4 Estrategia de Política monetaria durante 1996-2003.....	46
2.5 Resultados.....	55

2.5.1 Tipo de cambio nominal y tasa de inflación (acciones de política Cambiaria).....	63
2.6 Conclusión.....	64
CAPÍTULO III. Política monetaria en Chile.....	68
3.1 Banco Central de Chile.....	68
3.1.1 Objetivos.....	70
3.1.2 Funciones y facultades.....	73
3.1.3 Autonomía del BCCH.....	75
3.1.4 Transparencia y comunicación.....	76
3.2. Objetivos e instrumentos de política monetaria en Chile.....	79
Estabilidad de precios.....	79
Meta rango de inflación.....	79
Instrumentos de política monetaria.....	81
3.3 Mecanismos de transmisión de la Política monetaria en Chile.....	85
3.4 Estrategia de Política monetaria durante 1996-2003.....	94
3.5 Resultados.....	100
3.6 Conclusión.....	102
CAPÍTULO IV. Comparación de la aplicación de la política monetaria en México y en Chile (1996-2003).....	106
4.1 Instrumentos de política monetaria.....	106
4.2 Logro de objetivos.....	108
4.3 Grado de autonomía.....	112
4.4 Transparencia y comunicación.....	114
4.5 Conclusión.....	117
CONCLUSIÓN Y RECOMENDACIÓN.....	120

ANEXO ESTADÍSTICO.....123

BIBLIOGRAFÍA.....129

## INTRODUCCIÓN

El régimen de política monetaria de metas de inflación se convirtió, durante la década de los noventa, en el eje de la estrategia monetaria de muchos bancos centrales de diversas partes del mundo. Esta política monetaria de metas de inflación implica el compromiso del Banco Central para alcanzar una meta u objetivo de tasa de inflación determinado para cierto plazo, utilizando para ello el conjunto de instrumentos disponibles. Así, el esquema de metas de inflación implica que el ancla nominal de la política monetaria es la propia tasa de inflación, lo que se acompaña de la independencia del banco central para dedicarse únicamente a este objetivo y del uso de la tasa de interés de corto plazo como el instrumento fundamental del Banco Central.

El presente trabajo compara la actuación de la política monetaria en la economía de los países México y Chile, debido a que comparten características económicas semejantes tales como ser economías de América latina que han compartido en determinado momento los mismos problemas económicos de tasas de inflación altas, además durante la segunda mitad de la década de los noventa adoptaron el régimen de flotación cambiaria y el esquema de objetivos de inflación. Sin embargo, pese a que durante el periodo de estudio 1996-2003, la política monetaria logro reducir las tasas de inflación en ambos países, en México ello no se tradujo en un crecimiento económico acorde con las metas establecidas, debido a que el Banco de México aplica una política monetaria restrictiva que va en detrimento del crecimiento económico y el empleo. Se analiza el periodo 1996-2003 ya que se trata de un periodo en el cual se empleó el régimen de saldos acumulados como el principal instrumento de política monetaria en el caso de México con efectos importantes en la disminución de inflación en ese periodo.

Por ello, el objetivo del presente trabajo es comparar las diferencias y similitudes de la aplicación de la política monetaria en Mexico y en Chile durante el periodo 1996-2003 para analizar si las acciones de política monetaria implementadas han tenido efecto sobre los resultados de crecimiento económico registrados en ambos países.

En particular, se presenta una comparación descriptiva sobre los instrumentos de política monetaria empleados, el logro de los objetivos, el grado de autonomía y de transparencia y

comunicación. También se muestran los resultados de crecimiento económico para ambos países. Utilizando y recolectando para ello, información de trabajos de investigación.

Así, en el primer capítulo se presenta la definición de algunos elementos importantes para el desarrollo del presente trabajo, en el segundo y tercer capítulo se exponen los elementos principales de la aplicación de la política monetaria así como los resultados de crecimiento económico registrados durante el periodo de estudio en México y en Chile respectivamente. A partir de la exposición de estos elementos, en el capítulo cuarto se presenta la comparación de la aplicación de la política monetaria de ambos países.

Finalmente se presenta la conclusión y recomendación donde básicamente se sugiere la acción coordinada de los instrumentos de política económica para la consecución de objetivos de crecimiento económico.



## **CAPÍTULO I. REFERENCIA TEÓRICA**

### **1.1 USOS DEL DINERO Y SISTEMA MONETARIO ACTUAL**

De manera simple se define como dinero cualquier objeto al que por consenso general se le asigna el papel de medio de pago el cual expresa el valor de cambio de todas las mercancías. En base al planteamiento neoclásico, de manera menos restringida existen otras funciones del dinero que van desde ser un simple medio de intercambio y de unidad de cuenta a un medio para diferir pagos a futuro y para atesorar valor. Ello una vez que un sistema monetario es eficiente. En general, los usos del dinero son los siguientes:

1. Unidad de cuenta. Esta es la función mas simple del dinero consiste en proveer una medida estándar de valor de cambio a todas las mercancías que se ofrecen en el mercado. Es decir, el valor (precio) de los bienes y servicios que se ofrecen dentro del mercado se expresa mediante unidades monetarias.
2. Medio de intercambio. El dinero es aceptado por la sociedad como un medio generalizado de pago. Es decir, es dinero es comúnmente aceptado como un medio para adquirir algún bien sin necesidad del truke directo o indirecto.
3. Medio para diferir pagos. El dinero es utilizado para vender bienes y servicios que se pagan a futuro mediante contratos. Para ello el dinero debe conservar su valor.
4. Medio para atesorar valor. El dinero sirve para acumular valor o para ahorrar (lo cual hace posible la inversión) para ello debe conservar su poder adquisitivo.

Es responsabilidad de los gobiernos y particularmente de los bancos centrales de los países proporcionar monedas fuertes que cumplan con estas funciones para garantizar la estabilidad y crecimiento económico.

Una vez vistos los usos del dinero mercancía cabe mencionar sus expresiones dentro del actual sistema monetario (fiduciario):

- Durabilidad. El dinero no puede ser un bien perecedero dado que estaría sujeto a un proceso natural de descomposición. El objeto que funcione como dinero debe ser durable ya que deberá cumplir funciones para atesorar valor.

- Estable cuanto a su oferta o disponibilidad. Fluctuaciones drásticas en su oferta y/o demanda tenderán a depreciar o apreciar su valor en términos del resto de las mercancías.
- Homogeneidad. Cada unidad debe ser parecida para funcionar como medio de intercambio y unidad de cuenta.
- Divisibilidad. Cuando una unidad monetaria posee un valor muy alto y este no es divisible pierde efectividad para la realización de transacciones pequeñas.
- Portabilidad. El dinero debe ser fácil de transportar para poder funcionar como un buen medio de intercambio.

El carácter fiduciario del actual sistema monetario se basa en la confianza o consenso general de una sociedad en cuanto al uso del dinero no convertible (no respaldado por algún metal o que no posee un valor intrínseco) pero que es aceptado por la sociedad sin que se cuestione su capacidad para adquirir todo tipo de bienes.

El nacimiento del sistema fiduciario se dio a raíz de la gran depresión de 1929 dado el pobre desempeño de los sistemas metálicos durante esa crisis<sup>1</sup>. Los gobiernos implantaron este sistema al convertir el proceso de creación del dinero en una función de los bancos centrales y al abandonar el patrón oro. De esta manera se monopolizó la emisión de billetes y monedas por parte de los bancos centrales de los países.<sup>2</sup> Cabe mencionar que dado que el sistema fiduciario se basa en la confianza y no en el valor intrínseco de la moneda, la creación de medios de pago es responsabilidad única del Banco Central.

## 1.2 DEFINICIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

El concepto de política monetaria es reciente, aparece en la literatura económica hasta fines del siglo XIX ya que fue desde ese entonces cuando se desarrolló todo el cuerpo teórico que posteriormente encaminaría las acciones de política monetaria así como también el surgimiento institucional e instrumental para su aplicación<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Ortiz Soto Oscar Luis. El dinero. La teoría, la política y las instituciones. 2001. p. 33.

<sup>2</sup> En 1932 la Ley Monetaria de ese año confirió al banco de México el monopolio de la emisión fiduciaria.

<sup>3</sup> Ampudia Nora. "Treinta años de política monetaria en México. 1970-2000". En "Hacia una política monetaria y financiera para el cambio estructural y el crecimiento". Ortiz Cruz Etelberto (coordinador). P y V editores. UAM. México 2003. p. 119.

Hacia 1970 surge el auge del monetarismo (basado en ideas de la teoría clásica) y de la política monetaria ante el fracaso de la teoría Keynesiana al no dar solución a la estanflación (inflación creciente combinada con desempleo creciente) y a la evidencia de la relación causal entre la oferta monetaria y la inflación<sup>4</sup>. Posteriormente, en 1980 muchos gobiernos hacen del control de la inflación su principal objetivo macroeconómico para lo cual se fijan objetivos para el crecimiento de la oferta monetaria.

En términos generales, la política monetaria es la acción de las autoridades monetarias (el Banco Central) mediante sus instrumentos monetarios cuantitativos y cualitativos, dirigida a controlar las variaciones en la cantidad de dinero (crédito), en las tasas de interés, e incluso en el tipo de cambio para colaborar con los demás instrumentos de la política económica a la reducción del desempleo, crecimiento de la producción y/o mejora en el saldo de la balanza de pagos, mediante el control de la inflación.

Técnicamente, la política monetaria es la herramienta que usa el Banco Central para mostrar al mercado cuál es su posición frente a la coyuntura económica y las perspectivas de inflación. Esta política se manifiesta en una tasa de interés que se vincula desde 1995 directamente con la tasa de interés interbancaria. Esta última es la tasa a la cual se prestan recursos los bancos comerciales entre sí, de un día para otro, con el propósito de satisfacer sus necesidades de liquidez.

### Objetivos e instrumentos

La política monetaria se basa en el uso de instrumentos para alcanzar objetivos intermedios y finalmente objetivos finales (ver esquema 1). Este proceso se puede describir identificando las relaciones siguientes:

- Las autoridades tratan de alcanzar determinados objetivos finales referentes a nivel de empleo, precios, producción y balanza de pagos, a través de la regulación de alguna variable monetaria que actúa como *objetivo intermedio* de la política monetaria; esta

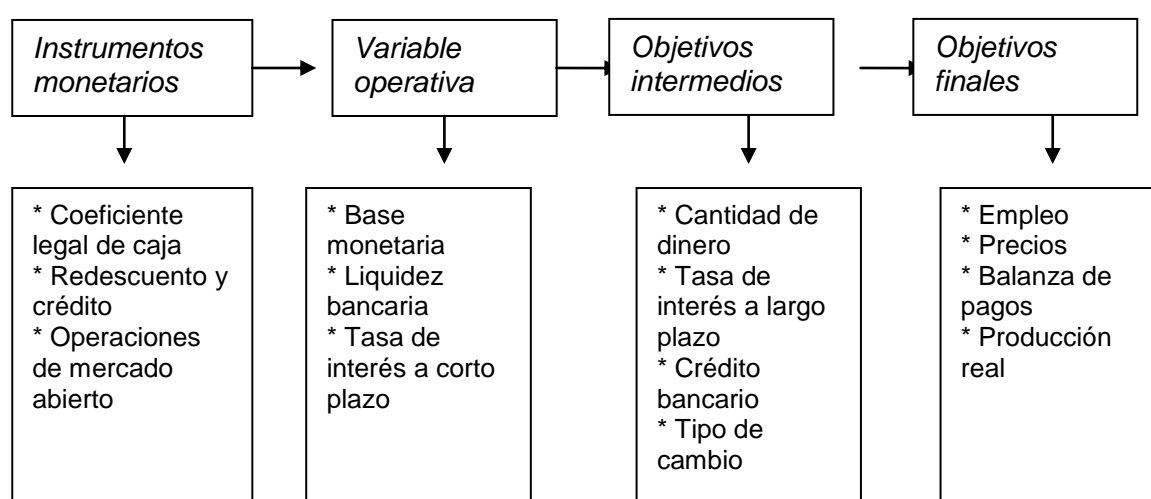
---

<sup>4</sup> Sin embargo, de acuerdo con Ortiz Soto Oscar Luis (2001), las ideas keynesianas y la política económica tradicional siguen vigentes dado que aun no concluye la discusión sobre su factibilidad.

variable puede ser la cantidad de dinero (los agregados monetarios) o las tasas de interés a largo plazo.

- Las autoridades tratan de regular la variable elegida como objetivo intermedio a través del control de una *variable operativa*; esta puede ser, la base monetaria, la liquidez bancaria o bien las tasas de interés. El control de la variable operativa se realiza por medio de varios *instrumentos* de política monetaria<sup>5</sup>, tales como el coeficiente de caja, redescuento, operaciones de mercado abierto, etc.

### ESQUEMA 1 LA POLÍTICA MONETARIA



Fuente: Andrés Fernández, Política económica.

El coeficiente legal de caja consiste en que el Banco de México fija como requisito una cantidad mínima de dinero en forma de reservas improductivas a los depósitos de los bancos y de otras instituciones financieras; redescuento y crédito es la fijación de la tasa de interés llamada de descuento a la que los intermediarios financieros pueden pedir prestadas reservas; y operaciones de mercado abierto consiste en la compra o venta de títulos gubernamentales en el mercado abierto para influir en el nivel de reservas.

Las variables que han de incluirse en la estrategia de política monetaria en cada país, dependen de la decisión que tome la autoridad monetaria en base a las necesidades y condiciones económicas prevalecientes. La cual debe tomar en cuenta por una parte, en qué

<sup>5</sup> Los que aquí se mencionan son instrumentos cuantitativos o primarios. También existen instrumentos cualitativos como el control selectivo del crédito, la persuasión moral, la publicidad y atesoramiento y la acción directa. Vid. Fernández Andrés. op. cit. 321.

medida esta capacitada para controlar las variables intermedias, lo que supone el conocimiento exacto previo de la relación entre éstas y los instrumentos de política monetaria. Por otra parte, depende de la postura adoptada respecto al mecanismo de transmisión a través del cual las variables intermedias afectan e influyen en los objetivos finales.

Por lo tanto, para que la estrategia sea correcta se deben satisfacer al menos las siguientes condiciones que en la práctica suelen cumplirse<sup>6</sup>:

1. que la autoridad monetaria pueda controlar las variables intermedias con sus instrumentos monetarios.
2. que la relación entre las variables intermedias y los objetivos finales sean estables y fiables.
3. que la autoridad monetaria tenga información adecuada sobre las variables intermedias de una forma mas rápida que sobre los objetivos últimos. Ello permitirá identificar si es necesario variar los instrumentos.

Esta estrategia basada en el empleo de variables intermedias entre los instrumentos monetarios y los objetivos últimos, se basa en que las relaciones entre ambos no han sido especificadas con precisión por la ciencia económica<sup>7</sup>, por lo que la estrategia alternativa a la relación directa entre ellas ha sido introducir las variables intermedias. De esta manera se reduce el problema general de la relación instrumentos- objetivos últimos a un problema mas concreto pues los objetivos intermedios son los objetivos inmediatos a lograr mediante el uso de los instrumentos y a la vez son el medio de conseguir los objetivos últimos.

### **1.3 POLÍTICA MONETARIA EN EL MARCO GENERAL DE LA POLÍTICA ECONÓMICA**

Este apartado pretende contextualizar a la política monetaria dentro del marco general de la política económica. Para ello, comenzamos definiendo la política económica como el conjunto de acciones implementadas por el poder publico orientadas a lograr ciertos objetivos en el desempeño económico, tales como maximizar el crecimiento de la producción de

---

<sup>6</sup> Fernández Andrés. “Política Económica” Cáp. 10. Política monetaria. Pág. 306.

<sup>7</sup> Ibid., p. 307.

manera que el crecimiento económico efectivo sea lo más cercano posible al crecimiento potencial; el pleno empleo de los recursos productivos; la estabilidad de precios; y equilibrio de la balanza de pagos. Para el logro de estos objetivos, la política económica adopta básicamente las siguientes formas<sup>8</sup>:

1. Política fiscal. Ejecutada por la autoridad hacendaria. El alcance de sus acciones inciden sobre el gasto e ingreso público.
2. Política monetaria. Ejecutada por la autoridad monetaria mediante sus acciones encaminadas al control de la inflación.
3. Política de ingresos. Es el conjunto de acciones que implementa el sector público a fin de regular los precios de los bienes, servicios y precios que prevalecen en la economía.
4. Política de intervención directa. Es el conjunto de acciones por parte del sector público que implican su participación directa en actividades de producción y distribución de bienes y servicios dentro de la economía.

De manera general estas formas han sido adoptadas por la mayoría de los países de acuerdo con las diferencias lógicas del tiempo, lugar y necesidades. De manera particular, en el caso de los países en desarrollo es prioritario el crecimiento económico de la producción, el empleo y el desarrollo económico sobre objetivos de estabilidad de precios y equilibrio de balanza de pagos (equilibrio externo)<sup>9</sup>.

El problema se presenta en las medidas que se emplean para la consecución de los distintos objetivos de la política económica ya que suelen ser contrapuestas. Es decir, las políticas orientadas al crecimiento económico y el pleno empleo tienden a generar presiones inflacionarias, así como aumento de las importaciones y disminución de las exportaciones lo cual conlleva al desequilibrio externo. De igual manera, las políticas orientadas a abatir la inflación y el desequilibrio externo desestimulan el crecimiento de la producción y el empleo. La dinámica es la siguiente:

---

<sup>8</sup> Ortiz Soto Oscar Luis. op. cit. p. 198.

<sup>9</sup> El poner énfasis en el control de la inflación y en la consecución del equilibrio externo siguiendo medidas internas implica una política económica ortodoxa.

Por ejemplo, una política económica expansiva orientada al crecimiento económico y al pleno empleo, genera un crecimiento de la demanda agregada<sup>10</sup>, que enfrenta una oferta agregada que generalmente es inelástica. Es decir, parte del sector productivo responde con precios mas elevados y con ello genera presiones inflacionarias. Asimismo, el crecimiento de la demanda agregada aumenta las importaciones tanto por el mayor ingreso como por las mayores necesidades de las empresas productoras, mientras que las exportaciones disminuyen tanto por el aumento de los precios internos.

En resumen, una política económica expansiva orientada al crecimiento económico y al pleno empleo, genera un crecimiento de la demanda agregada, una mayor producción y un mayor empleo, pero a un nivel de precios más alto y a una situación más desfavorable de balanza de pagos.

Por otra parte, una política contractiva a fin de disminuir la inflación y el déficit de balanza de pagos, contrae la demanda agregada y con ello, el crecimiento de los precios. Así mismo el déficit de la balanza de pagos disminuye ya que disminuyen las importaciones por el ingreso mas bajo, mientras que las exportaciones aumentan. En resumen, disminuye la inflación, y mejora el balance externo, pero a costa de la producción y el empleo.

Para efectos de nuestra investigación consideramos la política económica en sus formas política monetaria y fiscal. Si bien existe este problema de objetivos contrapuestos para la implementación de la política económica cabe mencionar que la acción combinada de estas políticas puede lograr los objetivos planteados.

## **1.4 ENFOQUES EN POLÍTICA MONETARIA**

### Teoría clásica

Una de las principales teorías que expone el papel del dinero en la economía es la teoría clásica. Representada por Adam Smith (Wealth of Nations, 1776), David Ricardo (Principles

---

<sup>10</sup> De acuerdo con Samuelson Paul A. y Nordhaus D. William. (1999) la demanda agregada se desplaza cuando las variaciones del gasto de los consumidores, las empresas, o el Estado alteran el gasto total en relación con la capacidad productiva de la economía.

of Political Economy, 1817), John Stuart Mill (Principles of Political Economy, 1848) y, posteriormente por Alfred Marshall (Principles of Economics, 1920) y A. C. Pigou (The Theory of Unemployment, 1993)<sup>11</sup> considera la existencia de la autoridad monetaria con la capacidad de incrementar los medios de pago o la oferta monetaria por encima del monto que el público desea tener, si lo hace, esto quiere decir que existe mas dinero en la economía lo cual genera un aumento del gasto de la comunidad y un aumento en el nivel de precios. Esto le da a la política monetaria el poder de influir sobre la demanda agregada cuando la economía se aparta del pleno empleo<sup>12</sup>, es decir, el banco central puede utilizar sus instrumentos de política monetaria para manipular la oferta de dinero y con ello influir en la demanda agregada y, por lo tanto en el nivel de precios.

Según la teoría clásica, en la que se fundamenta la posición monetarista, el desequilibrio que se pueda dar entre el ahorro y la inversión puede corregirse automáticamente por la acción de dos mecanismos estabilizadores<sup>13</sup> que influyen sobre la tasa de interés y los salarios para que el ahorro y la inversión se igualen.

Aquí la teoría clásica está suponiendo que los salarios son flexibles, es decir, que existe un mercado de empleo competitivo en el cual los trabajadores están dispuestos a ser contratados para trabajar a cualquier salario existente pues los salarios nominales se ajustan inmediatamente a cualquier cambio en la demanda y en los precios, esto es, las negociaciones salariales se hacen en términos de salarios reales.

Si la oferta de fondos prestables (ahorro) es mayor a su demanda (inversión), la tasa de interés tendrá que bajar y ello, hará que aumente la inversión. Ante la disminución del costo de obtener financiamiento también bajará el ahorro y aumentará en consumo.

Por otra parte, si el ahorro excede la inversión eso quiere decir que el gasto en consumo se esta contrayendo y que por lo tanto la economía está generando desempleo pero como los salarios son flexibles tenderán a bajar para ajustar el mercado de trabajo. También bajarán los precios por la disminución de los costos. Dicha deflación hará que aumente el valor real de los saldos monetarios con lo que la gente se considerará con mayor poder adquisitivo y

---

<sup>11</sup> Froyen Richard T. "Macroeconomía. Teorías y Políticas". 1995. p. 40.

<sup>12</sup> Mántey de Anguiano Guadalupe. "Lecciones de economía monetaria". 1997. p. 69.

<sup>13</sup> Ibid., p. 70.



aumentará su gasto en consumo y en inversión hasta que se equilibre nuevamente la inversión con el ahorro y así desaparezca la brecha entre el ahorro y la inversión.

Por lo tanto, en la teoría clásica si la autoridad monetaria aumenta los medios de pago o la cantidad de dinero que el público desea mantener, esto afectara la tasa de interés que equilibra la oferta y demanda de dinero (disminuye la tasa de interés). Los desequilibrios que se generen, se corrigen por medio de mecanismos estabilizadores automáticos: una vez habiendo afectado el aumento de la oferta de dinero a la tasa de interés y a los salarios (dada la forma en que la teoría clásica concibe la determinación de estas variables), la brecha inicial entre el ahorro y la inversión tenderá a desaparecer.

Para la teoría clásica, la oferta monetaria no tiene influencia sobre las variables reales como son la tasa de interés, el nivel de empleo y el ingreso a largo plazo pues a largo plazo todos los factores de la producción estarán empleados de manera que aumentos en la oferta monetaria no generarán aumentos en el ingreso real sino el nivel de precios y el ingreso nominal. Esto quiere decir que para la teoría clásica el dinero es neutral<sup>14</sup> a largo plazo, el dinero no influye en variables reales solo en variables nominales pues existe pleno empleo.

De acuerdo con el enfoque clásico la siguiente ecuación de intercambio<sup>15</sup> (teoría cuantitativa del dinero) muestra que la cantidad de dinero determina el nivel de demanda agregada y por lo tanto, el nivel de precios.

$$MV=PT$$

Donde:

M = oferta monetaria

V = velocidad de circulación del dinero

P = nivel de precios

T = volumen de transacciones

---

<sup>14</sup> Ibid., p. 81.

<sup>15</sup> Ecuación de cambio de Fisher. Ortiz Soto Oscar Luis. "El dinero. La teoría, la política y las instituciones". Fac. de Economía. 2001. p. 82.

De acuerdo con la teoría clásica el dinero (M) solo funciona como medio de intercambio. Si suponemos que el volumen de transacciones (T)<sup>16</sup> condicionado a la disponibilidad de recursos es predecible y que la velocidad de circulación del dinero (V) es estable y conocida ya que esta determinada por hábitos de pago, el nivel de precios P depende de la cantidad de dinero.

Por otra parte, la teoría clásica considera que la producción y el empleo están determinados por la oferta agregada de manera que la demanda agregada no tiene efectos en la producción.

### Tradición cuantitativa de Cambridge

Este enfoque de la teoría cuantitativa está representado por Alfred Marshall y A. C. Pigou<sup>17</sup>. La diferencia fundamental entre la teoría cuantitativa clásica y la de Cambridge es en la forma en que ambas escuelas conciben las funciones del dinero. Como vimos, para los clásicos el dinero es un medio de intercambio, mientras que para Marshall el dinero no solo puede demandarse como medio de intercambio sino también como un activo financiero<sup>18</sup> (depósito de valor). La esencia de esta teoría consiste en la decisión del público sobre la cantidad óptima de dinero que desea mantener ya que puede variar sus existencias de dinero y de otros activos en relación con la cantidad disponible de ambos. Esto implica que no exista una relación proporcional entre la oferta monetaria y el nivel de precios pudiendo ser que aunque la autoridad monetaria mantenga la cantidad de dinero estable, el nivel de la inflación fluctúe<sup>19</sup>.

Partiendo de la ecuación de Fisher, la ecuación de Cambridge se representa así:

$$M = ky$$

Donde:

M = demanda de dinero

y = ingreso nominal o sea, el ingreso real (Y) que se ha determinado por las condiciones de la oferta multiplicado por el nivel de precios (P)

---

<sup>16</sup> Posteriormente, de acuerdo con Mántey ante la dificultad de calcular el volumen de transacciones se sustituyó T por el ingreso real Y (venta de bienes y servicios de uso final a precios constantes).

<sup>17</sup> Froyen Richard T. p. 74.

<sup>18</sup> Mántey Anguiano Guadalupe. op. cit., p. 89.

<sup>19</sup> Ibid., p. 98.

$k$  = es la proporción del ingreso que sería óptimo tener como dinero que se supone relativamente estable

El enfoque de Cambridge sobre la teoría cuantitativa representa un avance hacia teorías monetarias más modernas<sup>20</sup> ya que parten de este enfoque para su teoría de demanda de dinero.

#### Monetarismo (neocuantitativismo)

El principal representante de esta teoría es Milton Friedman. Al igual que la teoría clásica, el monetarismo basa su corriente de pensamiento en la teoría cuantitativa de la moneda, sostiene que un aumento en la cantidad de dinero en circulación es incapaz de influir en variables reales a corto plazo pues a largo plazo la oferta de dinero solo afecta los precios de las mercancías. Para la teoría monetaria, la tasa de interés es un fenómeno real o sea, que está determinada por la productividad del capital (tasa de ganancia) y el ahorro y, por lo tanto es independiente de la oferta monetaria.

De esta manera, la oferta monetaria no puede influir sobre la tasa de interés real, solo puede afectar la tasa de interés nominal a través de su influencia sobre las expectativas de inflación dado que de la tasa de interés nominal es igual a la tasa de interés real más la tasa de inflación esperada<sup>21</sup>. Así, un aumento en la oferta monetaria eleva la tasa de interés nominal. Un aumento en la oferta de dinero que genere una disminución inicial de la tasa de interés, a largo hará aumentar la tasa de interés nominal<sup>22</sup>. La dinámica es la siguiente: al aumentar la oferta de dinero, aumenta la demanda agregada, aumentan los precios, disminuye la tasa de interés real. Dado que la inflación esperada es más alta, la tasa de interés nominal será mayor.

De acuerdo con Mántey (1997) en esta teoría las variaciones en la oferta de dinero responden principalmente a variaciones en la base monetaria la cual tiene dos fuentes de expansión: la variación de reservas internacionales y el crédito otorgado por el banco central el cual puede utilizar como un instrumento de política monetaria.

---

<sup>20</sup> Froyen Richard T. p. 75.

<sup>21</sup> Mántey de Anguiano Guadalupe. op. cit., p. 99.

<sup>22</sup> Ibid., p. 107.

Teoría Keynesiana: Preferencia absoluta por la liquidez.

En condiciones de depresión, las acciones que lleve a cabo la política monetaria por si sola con el objetivo de modificar la demanda, no serán capaces de hacerlo pues si aumenta la oferta monetaria, el dinero nuevo tenderá a ser atesorado, no se gastará.

De acuerdo a ésta visión de preferencia absoluta por la liquidez existe un límite de la tasa de interés, el cual está dado por la utilidad del dinero como medio de pago perfectamente líquido por debajo del cual los inversionistas rehusarían comprar valores, a ese límite se le conoce como “liquidez absoluta”<sup>23</sup>.

Si la autoridad monetaria decide elevar la liquidez para bajar más la tasa de interés para estimular la demanda, no conseguirá su objetivo porque los inversionistas preferirán mantener su dinero líquido antes que comprar mas valores<sup>24</sup>. De acuerdo con Mántey (1997) esto es así porque el precio de mercado de un activo financiero está dado por la relación entre los ingresos que de el se perciben y la tasa de interés de mercado, de manera que si la tasa de interés es muy baja, los inversionistas obtienen ganancias de capital al aumentar el precio de sus activos. Cuando la autoridad monetaria aumente la liquidez, la tasa de interés será tan baja que aunque el inversionista ahora cuente con dinero para comprar mas valores, no lo hará ante el temor de que una subida de las tasas de interés del mercado le cause pérdidas de capital al reducir las cotizaciones de sus valores.

Por lo tanto, de acuerdo con ésta teoría en el estado de “liquidez absoluta” el aumento de la monetaria solo generara un incremento en los saldos monetarios y una disminución en la velocidad de circulación del dinero.

La existencia de este estado de “liquidez absoluta” significa que la velocidad de la circulación del dinero se puede modificar ante cambios en la oferta de dinero, esto es una cuestión debatible con la teoría clásica en la cual se considera estable la velocidad de dinero en circulación, es decir, se considera que la demanda de dinero es una función estable del ingreso.

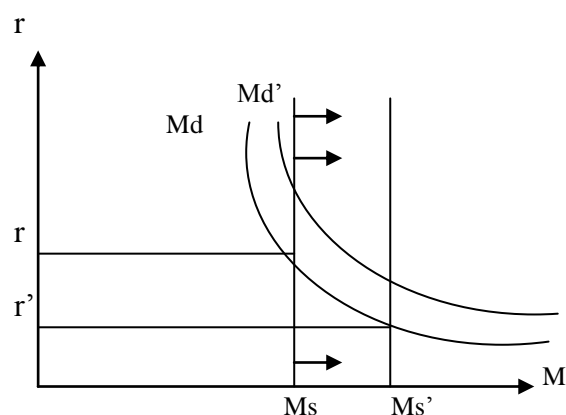
---

<sup>23</sup> Ibid., p. 73.

<sup>24</sup> Ibid., p. 71.

En la teoría Keynesiana, el aumento de la oferta monetaria no puede afectar a la tasa de interés cuando esta se encuentra en el estado de liquidez absoluta. Fuera de este estado, la tasa de interés depende de la oferta monetaria y de la preferencia por la liquidez<sup>25</sup>. Como la inversión depende de la eficiencia marginal del capital (expectativas de utilidades) y de la tasa de interés<sup>26</sup>, la autoridad monetaria puede aumentar la oferta monetaria para que disminuya la tasa de interés y eso estimule el gasto en inversión y por lo tanto crezca el nivel de empleo y del ingreso (ver grafica A).

**GRÁFICA A**  
**POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA**



Fuente. Ortiz Oscar. 2001.

Si con una política monetaria expansiva en estado de “liquidez absoluta” no se logra abatir más la tasa de interés para que aumente la inversión, se pueden mejorar las expectativas de utilidades mediante una política fiscal expansiva<sup>27</sup>.

Dado que en esta teoría los precios y los salarios no son flexibles debido a que existen razones institucionales como contratos que no pueden modificarse a corto plazo sino generalmente cada año, no concibe la existencia de mecanismos estabilizadores automáticos.

Finalmente, de acuerdo con Mántey (1997) en la teoría Keynesiana el dinero influye sobre variables reales. Esto es, que el dinero no es neutral y por lo tanto la política monetaria mediante variaciones en la oferta de dinero puede influir en variables como la tasa de interés,

<sup>25</sup> Ibid., p. 80.

<sup>26</sup> Ibid., p. 73.

<sup>27</sup> Ibid.

la inversión, la producción y en empleo cuando la economía no está en situación de pleno empleo.

## 1.5 ESQUEMA DE OBJETIVOS DE INFLACIÓN

La política monetaria de metas de inflación se convirtió durante la década de los noventa en la estrategia monetaria de varios bancos centrales del mundo incluyendo los de México (1998) y Chile (1990)<sup>28</sup>. Esto por la creciente insatisfacción que generó la utilización de esquemas tradicionales basados en un objetivo cambiario (tipo de cambio fijo) o en un objetivo de crecimiento de un agregado monetario: los regímenes basados en un ancla cambiaria con frecuencia terminan en crisis de balanza de pagos, mientras que los anclados al crecimiento de un agregado monetario frecuentemente tienen dificultades para controlar la inflación, debido a la inestabilidad de la demanda por el agregado monetario. Estos problemas, más la ventaja de compromiso de fijar una meta de inflación como el objetivo final de la política monetaria, alentaron la creciente aplicación de este nuevo esquema monetario en el mundo<sup>29</sup>.

En efecto, el esquema de Objetivos o Metas de Inflación implica el compromiso del Banco Central para alcanzar una meta u objetivo para la tasa de inflación propuesta. Se acompaña de un banco central autónomo y del uso de la tasa de interés como el instrumento principal<sup>30</sup>. Bajo este esquema, la tasa de inflación es el ancla nominal de la política monetaria.

El esquema de objetivos de inflación se basa en cuatro pilares fundamentales<sup>31</sup>: 1) la comprensión de las causas del proceso inflacionario y los requisitos para el logro de la estabilidad de precios; 2) el establecimiento de metas explícitas de inflación para el corto y mediano plazo; 3) la evaluación constante de las presiones inflacionarias para la acertada

---

<sup>28</sup> Galindo Luis Miguel. "Banco de México: política monetaria de metas de inflación". Revista Economía UNAM, vol. 3, num. 9. agosto 2006. Pág. 82. En los años que se indica inicio la transición gradual hacia el Esquema de Objetivos de Inflación y se adoptó con plenitud en México a partir de 2001 y en Chile a partir de septiembre de 1999 en ambos casos junto con un régimen de tipo de cambio flexible.

<sup>29</sup> Banco Central de Chile. Publicación "La política monetaria del Banco Central de Chile en el marco de metas de inflación". Enero, 2007

<sup>30</sup> El manejo de la tasa de interés para controlar la inflación responde a la teoría neoclásica. La inflación tiene que controlarse pero ya no se puede hacer mediante el control de la base monetaria sino a través de la tasa de interés.

<sup>31</sup> Díaz Bautista Alejandro. "La política monetaria y el corto en México". Revista Economía Informa, núm. 319, septiembre 2003. pág. 57.

intervención de la política monetaria; y, 4) el establecimiento de mecanismos de comunicación con los agentes económicos.

Con este esquema se abandonan las reglas rígidas e inamovibles de los objetivos intermedios y se cuenta con la flexibilidad necesaria para determinar y, en su caso, adoptar con agilidad las medidas más idóneas para abordar los problemas derivados de un entorno económico cambiante. La propia experiencia ha llevado a las autoridades monetarias de algunos países a definir metas explícitas sobre la inflación para periodos determinados, quedando a su discreción la elección del método más apropiado para la consecución de las citadas metas. Así, el esquema de objetivos de inflación se lleva a cabo mediante una estrategia de desinflación y compensación graduales de choques inflacionarios donde se fijan objetivos anuales.

Algunos de los beneficios de este esquema han sido los siguientes:

- Reducción y control de la inflación.
- Disminución de la incertidumbre generada por una inflación elevada y variable.
- Disminución de la transmisión de los movimientos cambiarios de precios.
- Mayor transparencia y comprensión de la aplicación de la política monetaria.
- Mejor rendición de cuentas por parte de la autoridad monetaria.
- Resolver el problema de inconsistencia dinámica de la política monetaria<sup>32</sup>.

## **1.6 INFLACIÓN Y CRECIMIENTO ECONÓMICO (CURVA DE PHILLIPS)**

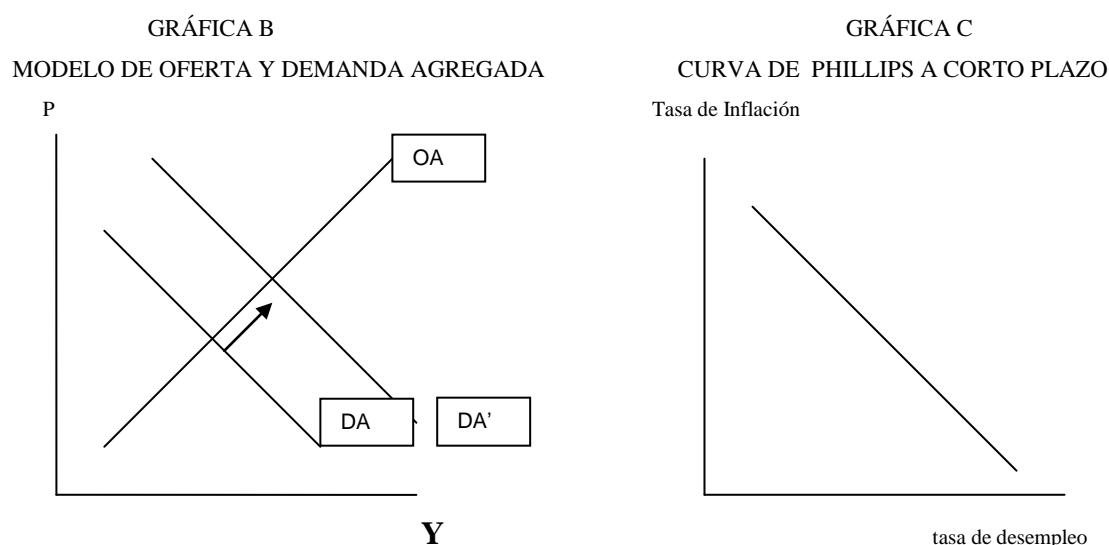
La curva de Phillips desarrollada por A. C. Phillips (publicada en 1958) es útil para analizar las variaciones a corto plazo del desempleo y la inflación. A corto plazo, la reducción de la tasa de desempleo supone el aumento de la tasa de inflación. Se trata de una relación inversa entre el desempleo y la inflación.

---

<sup>32</sup> Este problema se produce cuando una medida de política monetaria empleada que parecía óptima en el momento de aplicarla, en el futuro deja de serlo, por lo que la autoridad monetaria decide modificarla de acuerdo a las condiciones actuales ante la falta de compromiso que la ate a continuar con dicha medida. El problema es que si los agentes económicos saben de esta flexibilidad de la autoridad monetaria, se comportaran de tal manera que evitan que las autoridades consigan sus objetivos iniciales.

En este trabajo la utilizamos como referencia para establecer la relación entre la inflación y el nivel de producción. Esto si recordamos que existe una relación inversa entre la tasa de desempleo y el PIB real<sup>33</sup> el cual esta asociado directamente con el nivel de precios.

La gráfica B muestra que a corto plazo un aumento de la demanda agregada provoca un aumento en el nivel de precios y un aumento de la producción mientras la oferta agregada no cambie. Cuando el nivel de precios aumenta, la tasa de desempleo disminuye (ver gráfica C).



Fuente: Krugman Paul. Y Wells Robin<sup>34</sup> (2006).

## 1.7 CONCLUSIÓN

En éste primer capítulo se presentaron algunos aspectos importantes a considerar para el desarrollo del presente trabajo, algunos son de tipo general por ejemplo empezamos definiendo la política monetaria como la acción del Banco Central, mediante sus instrumentos monetarios, dirigida a controlar las variaciones en la cantidad de dinero, en las tasas de interés, e incluso en el tipo de cambio para colaborar con los demás instrumentos de la política económica a alcanzar objetivos de estabilidad económica, de disminución del desempleo y de crecimiento económico, mediante el control de la inflación.

<sup>33</sup> La Ley de Okun establece que cuando la producción real es mayor que la producción potencial, la tasa de desempleo es inferior a la que alcanzaría si la producción real estuviera por debajo de la producción potencial. De esta manera un aumento del PIB real tiende a disminuir la tasa de desempleo.

<sup>34</sup> Krugman Paul y Wells Robin. "Introducción a la economía. Macroeconomía". 2006. p. 384.



Sin duda, las teorías más importantes con respecto del papel que juega el dinero en la economía, han sido la teoría clásica y la teoría Keynesiana. La teoría clásica, considera la existencia de la autoridad monetaria con la capacidad de incrementar los medios de pago o la oferta monetaria por encima del monto que el público desea tener, si lo hace, esto quiere decir que existe más dinero en la economía lo cual genera un aumento del gasto de la comunidad y un aumento en el nivel de precios. Esto le da a la política monetaria el poder de influir sobre la demanda agregada cuando la economía se aparta del pleno empleo. Es decir, el Banco Central puede utilizar sus instrumentos de política monetaria para manipular la oferta de dinero y con ello influir en la demanda agregada, y por lo tanto, en el nivel de precios.

Según esta teoría, si la autoridad monetaria aumenta los medios de pago o la cantidad de dinero que el público desea mantener, esto traerá consecuencias en la tasa de interés que equilibra la oferta y demanda de fondos prestables (disminuye la tasa de interés). Los desequilibrios que se generen, se corrigen por medio de mecanismos estabilizadores automáticos: una vez habiendo afectado el aumento de la oferta de dinero a la tasa de interés y a los salarios (dada la forma en que la teoría clásica concibe la determinación de estas variables), la brecha inicial entre el ahorro y la inversión tenderá a desaparecer.

Por otra parte, en la teoría Keynesiana, que basa su análisis en el corto plazo, el aumento de la oferta monetaria no puede afectar a la tasa de interés cuando esta se encuentra en el estado de liquidez absoluta. Según ésta teoría, existe un estado de liquidez absoluta en el cual, la tasa de interés ya no puede bajar más y que más bien se espera que aumente, o ante esa posibilidad de que aumente, ya no puede bajar más. Por razones de especulación, el aumento en la oferta monetaria no logrará que aumente el gasto en consumo y en inversión.

Fuera de este estado, la tasa de interés depende o está determinada por la oferta monetaria y por la preferencia por la liquidez. Por ello, solo fuera del estado de liquidez absoluta la oferta monetaria puede afectar a la tasa de interés.

Como la inversión depende de la eficiencia marginal del capital y de la tasa de interés, la autoridad monetaria puede aumentar la oferta monetaria para que disminuya la tasa de interés y eso estimule el gasto en inversión y por lo tanto crezca el nivel de empleo y del ingreso.

Por lo tanto, esta teoría considera otra variable determinante de la inversión, que es la eficiencia marginal de capital. Puesto que la política monetaria no logrará abatir más la tasa de interés en el estado de liquidez absoluta, para que aumente la inversión será necesario mejorar las expectativas de utilidades mediante una política de gasto financiero deficitario (política fiscal expansiva). Solo a través de este estímulo a la inversión podrá elevarse el ingreso a nivel de pleno empleo.

Hacia 1970 surge el auge del monetarismo y de la política monetaria con base en las ideas de los clásicos ante el fracaso de la teoría Keynesiana al no dar solución a la estanflación y a la evidencia de la relación causal entre la oferta monetaria y la inflación. Posteriormente, en 1980 muchos gobiernos hacen del control de la inflación su principal objetivo macroeconómico para lo cual se fijan objetivos para el crecimiento de la oferta monetaria. Sin embargo, para mediados de la década de los ochenta, se hizo evidente la dificultad para controlar la oferta monetaria a fin de mantenerla dentro del objetivo de crecimiento.

El esquema de objetivos de inflación se basa en la aplicación de medidas discrecionales de política monetaria con el fin de alcanzar los objetivos de inflación propuestos. Sus características son las siguientes:

- El reconocimiento de la estabilidad de precios como el objetivo fundamental de la política monetaria
- El anuncio de metas explícitas de inflación de mediano plazo
- La existencia de una autoridad monetaria autónoma
- La aplicación de la política monetaria en un marco de transparencia, respecto de los objetivos, planes y decisiones de la autoridad monetaria
- Un análisis de todas las fuentes de presiones inflacionarias, con el fin de evaluar la trayectoria futura del crecimiento de los precios, y
- El uso de mediciones alternativas de la inflación, como la inflación subyacente para separar aquellos fenómenos que inciden de manera transitoria sobre la inflación e identificar la tendencia del crecimiento de los precios.

Los principales beneficios de este esquema, son los siguientes:

- Reducción y control de la inflación.
- Disminución de la incertidumbre generada por una inflación elevada y variable.
- Disminución de la transmisión de los movimientos cambiarios de precios.
- Mayor transparencia y comprensión de la aplicación de la política monetaria, y
- Mejor rendición de cuentas por parte de la autoridad monetaria.
- Resolver el problema de inconsistencia dinámica de la política monetaria.

Un aumento de la demanda agregada a corto plazo provoca un aumento en el nivel de precios y un aumento de la producción. Cuando el nivel de precios aumenta, de acuerdo con la curva de Phillips la tasa de desempleo disminuye.

## CAPÍTULO II. POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO

### 2.1 BANCO DE MÉXICO

Con la destrucción del sistema bancario porfirista, inició la idea de crear un banco cuya emisión de moneda sería controlada por el Gobierno. Así se creó el Banco único de Emisión con base en el Art. 28 de la Carta Magna promulgada en 1917. Pero fue hasta el 1 de septiembre de 1925 con el Presidente Plutarco Elías Calles, cuando el Banco de México inicia sus operaciones.

Desde la creación del Banco Central se le entregó, en exclusiva, la facultad de crear moneda, mediante la acuñación de piezas metálicas y a través de la emisión de billetes. También, se le encargó la regulación de la circulación monetaria, de los tipos de interés y del tipo de cambio. Asimismo, el Banco Central sería el agente, asesor financiero y banquero del Gobierno Federal, también se encargaría de resguardar las reservas bancarias y convertirse en banco de los bancos y en prestamista de última instancia<sup>1</sup>.

En esos años, existía la necesidad de contar con una institución de esa naturaleza y también la necesidad de propiciar el surgimiento de un nuevo sistema bancario, hacer renacer el crédito en el país y reconciliar a la población con el uso del papel moneda. Por ello, al Banco de México, se le otorgaron también facultades para operar como institución ordinaria de crédito y descuento.

En general, el Banco de México fue fundado en 1925, se ha modificado en 1931, 1932, 1938 y 1985. A partir de 1993 es persona de derecho público con carácter autónomo. En efecto, actualmente, el Banco de México es un organismo descentralizado del gobierno federal y está regulado básicamente por la Ley Orgánica del Banco de México y por el Reglamento Interior del Banco de México. Como integrante de la administración pública federal descentralizada, también debe someterse a los lineamientos de la Ley Orgánica de la Administración Pública Federal y de la Ley Federal de Entidades paraestatales.

---

<sup>1</sup> Semblanza histórica del Banco de México.

### 2.1.1 FUNCIONES

En el artículo 28 de la constitución política de los Estados Unidos Mexicanos se establece que el objetivo prioritario del Banco Central *“será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al Estado.”* El banco central es la entidad encargada de acuñación de moneda y emisión de billetes, le corresponde también la regulación de los cambios, la intermediación y los servicios financieros contando con las atribuciones de regulación.

Por otra parte, la Ley Orgánica del Banco de México de 1993 (segundo capítulo) también establece como objetivo prioritario del Banco de México procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda, y como finalidad proveer a la economía de moneda nacional y promover el sano desarrollo del sistema financiero, así como propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos:

En el tercer capítulo de dicha ley se mencionan como funciones del Banco Central, las siguientes:

1. Regular la emisión y circulación de la moneda, los cambios, la intermediación y los servicios financieros, así como los sistemas de pagos.
2. Operar con las instituciones de crédito como banco de reserva y acreditante de última instancia.
3. Prestar servicios de tesorería al Gobierno Federal y actuar como agente financiero del mismo.
4. Fungir como asesor del Gobierno Federal en materia económica y, particularmente financiera.
5. Participar en el Fondo Monetario Internacional y en otros organismos de cooperación financiera internacional o que agrupen a bancos centrales.
6. Operar con los organismos a que se refiere la fracción V anterior, con bancos centrales y con otras personas morales extranjeras que ejerzan funciones de autoridad en materia financiera.

### 2.1.2 FACULTADES

De acuerdo con el artículo 7 de la Ley Orgánica del Banco de México (1993), éste tiene dentro de sus principales facultades las siguientes:

1. Operar con valores.
2. Otorgar crédito al Gobierno Federal, a las instituciones de crédito y al organismo descentralizado denominado Instituto para la Protección al Ahorro Bancario.
3. Otorgar crédito y recibir depósitos bancarios de dinero del Fondo Monetario Internacional y a otros organismos de cooperación financiera internacional, bancos centrales y otras personas morales extranjeras que ejerzan funciones de autoridad en materia financiera.
4. Constituir depósitos en instituciones de crédito o depositarias de valores, del país o del extranjero.
5. Adquirir valores emitidos por organismos financieros internacionales o personas morales domiciliadas en el exterior.
6. Emitir bonos de regulación monetaria.
7. Recibir depósitos bancarios de dinero del Gobierno Federal, de entidades financieras del país y del exterior, de fideicomisos públicos de fomento económico y de los referidos en la fracción XI siguiente, de instituciones para el depósito de valores, así como de entidades de la administración pública federal cuando las leyes así lo dispongan.
8. Obtener créditos del Fondo Monetario Internacional y otros organismos de cooperación financiera internacional, bancos centrales y otras personas morales extranjeras que ejerzan funciones de autoridad en materia financiera y de entidades financieras del exterior, exclusivamente con propósitos de regulación cambiaria.
9. Efectuar operaciones con divisas, oro y plata, incluyendo reportos.
10. Actuar como fiduciario cuando por ley se le asigne esa encomienda, o bien tratándose de fideicomisos cuyos fines coadyuven al desempeño de sus funciones o de los que el propio Banco constituya para cumplir obligaciones laborales a su cargo.

11. Recibir depósitos de títulos o valores, en custodia o en administración, de las personas señaladas en las fracciones VII y VIII anteriores. También podrá recibir depósitos de otros efectos del Gobierno Federal.

En todos los casos, las operaciones del Banco Central se realizan con la finalidad de proveer a la economía de moneda nacional y promover el sano desarrollo del sistema financiero, así como propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos.

En resumen, el Banco de México es constitucionalmente autónomo en sus funciones y administración, su finalidad es proveer a la economía del país de moneda nacional. Tiene como objetivo principal procurar la estabilidad del poder adquisitivo de dicha moneda. Adicionalmente, le corresponde promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pago.

La Ley Orgánica del Banco de México establece en el artículo 38 que el ejercicio de las funciones y la administración del Banco de México están encomendados, en el ámbito de sus respectivas competencias, a una Junta de Gobierno y a un Gobernador.

#### Junta de gobierno

La conducción del Banco de México esta a cargo de personas designadas por el Presidente de la República con la aprobación de la Cámara de Senadores o de la Comisión Permanente, en su caso. Desempeñan su encargo por periodos de duración de acuerdo al ejercicio autónomo de sus funciones. La Junta de Gobierno esta integrada por cinco miembros. De entre éstos, el Ejecutivo Federal nombra al Gobernador del Banco, quien preside a la Junta de Gobierno, los demás miembros se denominarán Subgobernadores.

La junta de gobierno del Banco de México es quien se encarga de evaluar la conveniencia de cambiar el esquema y los instrumentos de política monetaria. De acuerdo al artículo 46 sus principales facultades son las siguientes:

- Autorizar las órdenes de acuñación de moneda y de fabricación de billetes.
- Resolver sobre la desmonetización de billetes y los procedimientos para la inutilización y destrucción de moneda.

- Resolver sobre el otorgamiento de crédito del Banco al Gobierno Federal.
- Fijar las políticas y criterios conforme a los cuales el Banco realice sus operaciones, pudiendo determinar las características de éstas y las que por su importancia deban someterse en cada caso a su previa aprobación.
- Autorizar las emisiones de bonos de regulación monetaria y fijar las características de éstos.
- Determinar las características de los valores a cargo del Gobierno Federal que el Banco emita, así como las condiciones en que se coloquen esos títulos y los demás valores señalados en dicho párrafo.

### Gobernador

Al gobernador, de acuerdo a lo estipulado en el artículo 47 de la ley orgánica, le corresponden las siguientes funciones:

- Tener a su cargo la administración del Banco, la representación legal de éste y el ejercicio de sus funciones, sin perjuicio de las atribuciones que esta Ley confiere a la Junta de Gobierno
- Ejecutar los acuerdos de la Junta de Gobierno y de la Comisión de Cambios
- Someter a la consideración y, en su caso, aprobación de la Junta de Gobierno las exposiciones e informes del banco
- Actuar con el carácter de apoderado y delegado fiduciario
- Ser el enlace entre el Banco y la Administración Pública Federal
- Ser el vocero del Banco, pudiendo delegar esta facultad en los Subgobernadores.

### Comisión de cambios

El artículo 18 de la Ley del Banco de México (1993) establece que éste contará con una reserva de activos internacionales<sup>2</sup>, que tendrá por objeto coadyuvar a la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional mediante la compensación de desequilibrios entre los ingresos y egresos de divisas del país.

---

<sup>2</sup> Las Reservas Internacionales son activos del Banco Central que respaldan sus pasivos, los billetes y monedas en poder del público, reflejan la posibilidad de que el país pueda cumplir sus compromisos financieros con el exterior.



Según el artículo 21 de la Ley del Banco de México, éste deberá actuar en materia cambiaria de acuerdo con las directrices que determine la Comisión de Cambios, la cual también tiene facultades para señalar las directrices respecto al manejo y valuación de la Reserva de Activos Internacionales.

La Comisión de Cambios, esta integrada por el Secretario y el Subsecretario de Hacienda y Crédito Público, otro subsecretario de dicha Dependencia que designe el Titular de ésta, el Gobernador del Banco y dos miembros de la Junta de Gobierno, que el propio Gobernador designe. Los integrantes de la Comisión no tienen suplentes. Las sesiones de la Comisión son presididas por el Secretario de Hacienda y Crédito Público, en su ausencia, por el Gobernador y, en ausencia de ambos, por el subsecretario que designe el Titular de la citada Secretaría. Quien presida la sesión tendrá voto de calidad en caso de empate.

### 2.1.3 AUTONOMÍA DEL BANCO DE MÉXICO

Hasta antes de 1982 el Banco de México tenía facultades para regular la circulación monetaria, el crédito y los cambios siendo el Poder Ejecutivo quien dirigía las políticas monetaria y cambiaria del Estado. Sin embargo, desde la primera Ley Orgánica del Banco de México se estableció que el Banxico debía ser autónomo frente al Estado, lo mismo se planteó en las reformas que le siguieron. En la exposición de motivos de dicha Ley y sus reformas de 1932 y 1936 se planteó la necesidad de una institución destinada a servir a intereses nacionales permanentes sin que se antepongan intereses políticos o financieros del gobierno. Esto por el riesgo de que el aumento excesivo en el monto de la circulación monetaria originado por el excesivo crédito primario afectara negativamente el sano crecimiento de la economía nacional<sup>3</sup>.

En 1982 con la nacionalización de la banca comercial y el establecimiento de un régimen de control de cambios se origina una transformación en la naturaleza jurídica del Banxico al pasar de sociedad anónima a organismo público descentralizado fortaleciéndose el control del Estado sobre la institución<sup>4</sup>. De esta manera, las normas

---

<sup>3</sup> Borja M. Francisco. "El Banco de México" FCE. 1996. p. 101.

<sup>4</sup> En 1985 la Junta de Gobierno del Banxico estaba integrada mayoritariamente, por ley por funcionarios de la administración pública federal (Borja, 1996).

de política crediticia quedaron en manos solo del gobierno, el cual a través del Banxico, decidía y ejecutaba las acciones necesarias. También el Banxico tenía funciones de acuerdo a la política monetaria y cambiaria que señalara la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (Borja, 1996).

El Banxico fue un organismo público descentralizado desde el 30 de noviembre del 1982 hasta el 31 de marzo de 1994 al cambiarse el criterio respecto de quien debía dirigir la política monetaria y otorgarse autonomía al Banco de México para hacerlo.

El 18 de agosto de 1993 mediante una reforma constitucional se otorgó autonomía al Banco de México, en el artículo 28 constitucional vigente se establece:

*“El Estado tendrá un banco central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración.”*

Así mismo se menciona que ninguna autoridad podrá ordenar al banco a conceder financiamiento. Esto, por la relación causal que existe entre el crédito del Banco Central y los movimientos del nivel general de precios. Ello, porque el Banco Central es la única entidad que puede aumentar el poder de compra en la economía, aunque nadie produzca más. De esta manera, la autonomía concedida al Banco de México es con el fin de evitar este tipo de mandato por parte del gobierno federal de otorgarle financiamiento así como también para evitar que la política monetaria esté subordinada a cuestiones de orden político.

En ese mismo año, la autonomía del Banco de México también quedó expresada en la Ley del Banco de México en su primer artículo:

*“El banco central será persona de derecho público con carácter autónomo y se denominará Banco de México. En el ejercicio de sus funciones y en su administración se regirá por las disposiciones de esta Ley, reglamentaria de los párrafos sexto y séptimo del artículo 28 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos”.*

La autonomía concedida al Banco de México entro en vigor el 1 de abril de 1994 y tiene como principal objeto construir una salvaguarda contra futuros brotes de inflación. De

ahí la importancia de que el criterio rector de la actuación del Banco de México sea la procuración de la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional.

En resumen, los fundamentos de la autonomía del Banco Central son tres: independencia para determinar el volumen del crédito primario que pueda ser concedido, independencia que se ha otorgado a las personas que integren su Junta de Gobierno e independencia administrativa de la Institución.

#### 2.1.4 TRANSPARENCIA Y COMUNICACIÓN

Existe un número de factores ajenos al control del banco central que inciden sobre el comportamiento de los precios, y que pueden dificultar la consecución de la estabilidad de precios. Entre estos factores cabe mencionar los resultados de las negociaciones salariales, el comportamiento de las finanzas públicas y los choques de oferta, entre otros. Dado que también existen factores de carácter subjetivo, tales como las expectativas de los agentes económicos, que pueden tener un impacto directo sobre el crecimiento de los precios, los bancos centrales enfrentan el reto de propiciar expectativas acorde con la estabilidad de precios y adquirir una reputación de autoridades monetarias comprometidas con la lucha contra la inflación, en un entorno en el que factores fuera de su control pueden provocar tasas de inflación por encima de las previstas. Por ello, la transparencia en la instrumentación de la política monetaria resulta crucial para dar a conocer su operación al público y, por ende, para que el banco central vaya adquiriendo la confianza de los agentes económicos a fin de actuar sobre sus expectativas.

Así, en los últimos años, un tema adicional a la conducción de la política monetaria ha sido el de su transparencia ya que esta es importante para la efectividad de la política monetaria. Existen tres pilares<sup>5</sup> importantes en el tema de la transparencia. Primero, establecer metas explícitas de inflación ya que ello, reitera el compromiso de la estabilidad de precios, como el objetivo principal de la política monetaria. En segundo lugar, el establecimiento de mecanismos de comunicación con el público para que los agentes económicos conozcan la estrategia para alcanzar el objetivo de estabilidad de

---

<sup>5</sup> Banco de México. Publicación “La Conducción de la Política Monetaria del Banco de México a través del Régimen de Saldos Acumulados”, 2003.

precios. Finalmente, estos dos elementos permiten la rendición de cuentas por parte del Banco Central.

Una manera en que el banco central puede reforzar dicha credibilidad es especificando claramente sus metas y la forma en que se propone alcanzarlas. También para el Banco de México es importante lograr un consenso con los agentes económicos respecto a la autonomía del Banco y a su objetivo prioritario que es la lucha contra la inflación. Para ello, orienta su estrategia hacia una mayor comunicación la cual constituye un complemento importante de la política monetaria.

En la medida que las acciones del Banco de México son previsibles, estas se alejan de constituir un factor de inestabilidad de los mercados, de manera que, si hay desviaciones de corto plazo, pero existe credibilidad en las metas de mediano plazo, entonces las expectativas en los mercados financieros no se alteran. En otras palabras, las metas de mediano plazo que establece la autoridad monetaria se convierten en el ancla nominal.

De esta manera, la política monetaria restrictiva del periodo de estudio se complementó por una política activa de comunicación de política monetaria a través de informes trimestral, semestral y anual, así como boletines de prensa, publicaciones de discursos, presentaciones, etc. Ello, a fin de fomentar las expectativas de inflación. Siendo sus características principales bajo los objetivos de inflación, las siguientes:

- Publicación de pronósticos de inflación y actividad económica, la forma en que se presentan (puntuales o por intervalos, inflación subyacente o general, etc.), y los supuestos bajo los cuales se construyen. El Banco de México da a conocer estos pronósticos en base a las expectativas de los agentes económicos.
- La publicación de los modelos utilizados en la elaboración de dichos pronósticos y en la evaluación de la política monetaria. El banco de México no da a conocer sus modelos econométricos de predicción<sup>6</sup>.
- La publicación de las minutas y/o las votaciones sobre las decisiones de política monetaria. El banco de México no publica las minutas. La junta de gobierno se

---

<sup>6</sup> Seminario impartido por la Facultad de Economía de la UNAM y el Banco de México. “La Banca Central y la Política Monetaria en México”. 22-25 de Mayo, 2006.

reúne todos los días y toman una decisión no por votos, la cual es publicada en un boletín de prensa<sup>7</sup>.

La transparencia funciona como una restricción al Banco de México para actuar por reglas sistemáticas de comportamiento de manera que no actúe ante eventos coyunturales sin un análisis profundo.

## **2.2. OBJETIVOS E INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO**

Como hemos visto hasta ahora, la autoridad monetaria que tiene como objetivo principal el de mantener el poder adquisitivo de la moneda. Para ello, se encarga de controlar la inflación mediante la utilización de sus instrumentos.

El banco central alcanzar el objetivo último indirectamente con el uso de sus instrumentos, al influir, primero, en los objetivos operacionales como lo son, las cuentas de la banca en el banco central y la tasa de interés interbancaria (la tasa de interés de corto plazo). Después, en los objetivos intermedios como las expectativas de inflación, la tasa de interés de largo plazo y los agregados monetarios. El Banco Central debe elegir el objetivo intermedio que más pueda influir en las variables que interesen para el alcance de su objetivo último.

De acuerdo con Aparicio (2003), diversos estudios que han abordado el tema de la instrumentación de la política monetaria han intentado determinar cual debe ser el objetivo final de la política monetaria así como también el contexto en que un objetivo intermedio en particular resulta más útil que otro. Por ejemplo, la conveniencia de adoptar variables como la tasa de interés<sup>8</sup> o la evolución de algún agregado monetario

---

<sup>7</sup> Ibid.

<sup>8</sup> Por ejemplo, Aparicio Abraham (2003) plantea la posibilidad de manejar una tasa de interés de referencia como se aplica en EU o en la zona euro, en vez del manejo de la cantidad de dinero a través del "corto". Argumenta que esta haría mas transparente la postura de la política monetaria, la cual se consideraría "neutral" mientras no se modifique la tasa de interés. Esto en vista de que con la aplicación del "corto", la política monetaria se considera restrictiva. Aparicio Cabrera Abraham. "Política monetaria en la economía mexicana", revista Economía Informa, núm. 318, julio-agosto 2003. Por otra parte, Díaz Alejandro en 2003 escribió que las condiciones para emplear una tasa de referencia todavía no estaban lo suficiente maduras en México. Sin embargo, desde abril de 2004 se empezaron a implementar

como objetivo intermedio para la adecuada instrumentación de la política monetaria. A continuación se presentan los instrumentos que ha utilizado el Banco de México.

### PRONÓSTICO DE LA BASE MONETARIA (META MONETARIA)

El periodo 1996-1998, los principales elementos de la política económica fueron los siguientes:

- Restricciones
  - Flotación cambiaria
  - Desprestigio de los pactos del periodo 1987-1994<sup>9</sup>
- Elementos ortodoxos
  - Disciplina fiscal
  - Restricción monetaria

Respecto a la política monetaria, los elementos eran los siguientes:

- El establecimiento de topes trimestrales al crédito interno<sup>10</sup>. Dado que con flotación cambiaria ya no se podía utilizar el tipo de cambio como ancla.
- La fijación de metas de acumulación de reservas.
- La utilización del pronóstico de la base monetaria como instrumento intermedio en 1995-1996. El comportamiento real de la base monetaria tenía que ajustarse al pronóstico.
- Instrumento intermedio inútil. La utilización del pronóstico de la base monetaria perdió eficacia al ser difícil hacer el pronóstico ante la inestabilidad de la correlación entre la base monetaria y la inflación.

---

señalamientos sobre el nivel deseado de las “condiciones monetarias” o tasas de interés con el argumento del Banco de México de que establecer un objetivo operacional sobre las tasas de interés (de fondeo interbancario a un día) “es un paso natural” una vez alcanzada la estabilidad macroeconómica y el mayor desarrollo de los mercados financieros.

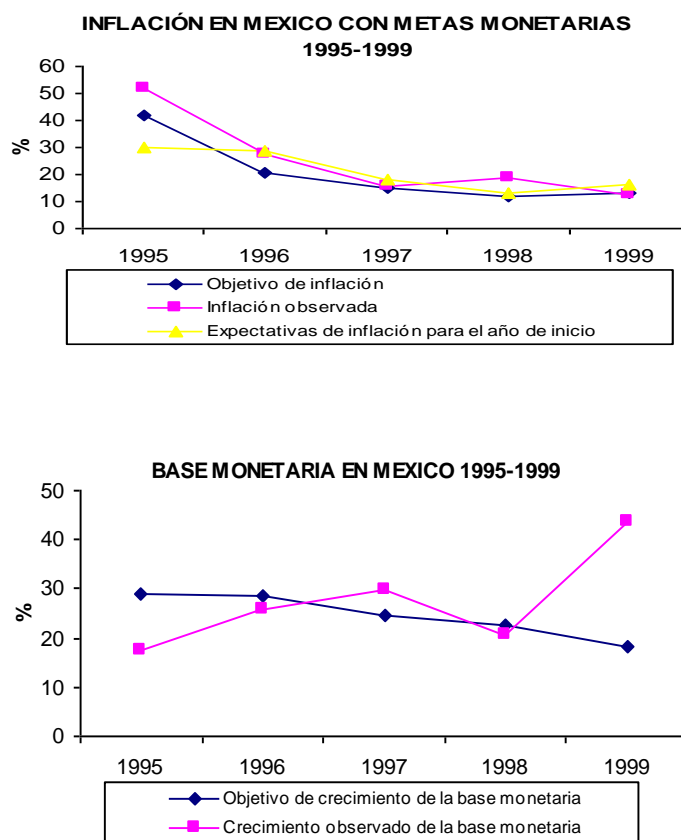
<sup>9</sup> En ese periodo la concertación social era un elemento heterodoxo y consistía: en que el gobierno ofrecía un cierto comportamiento del tipo de cambio, de los salarios y de los precios.

<sup>10</sup> Estos topes al crédito interno se establecieron para controlar el crecimiento de la base monetaria.

Durante este periodo en los años en que se alcanzó el objetivo de inflación, la base monetaria se desvió de su meta. En contraste, en los años en que la inflación superó la meta, el crecimiento de la base monetaria resultó similar al pronosticado.

En efecto, en 1997-1998 se hace evidente que el instrumento ya no sirve por la evidente inestabilidad entre este y la inflación (ver gráfica D) y se pasa a otro tipo de esquema: operar sin objetivo intermedio, incidir en la meta sobre la variable operativa.

### GRÁFICA D



Fuente: Banco de México.

Así, el Banco de México comenzó a orientar su política monetaria de manera gradual hacia al esquema de metas de inflación. La política monetaria durante 1998-2003 empleó el régimen de saldos acumulados (hasta abril de 2003) y el régimen de saldos diarios (a partir del 11 de abril de 2003) de las cuentas corrientes de los bancos comerciales en el Banco de México como el instrumento más importante.

## OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO (COMO INSTRUMENTO PRINCIPAL)

Las operaciones de mercado abierto son el principal instrumento que utiliza el Banco de México, mediante estas operaciones suministra al sistema bancario billetes y monedas al emitir deuda a través de las transacciones que realiza en el sistema bancario.

Teóricamente, Sloman<sup>11</sup> menciona que las operaciones de mercado abierto consisten en la compra venta por parte del banco central de títulos de deuda pública en el mercado abierto. Estos títulos son un pasivo del banco central y un activo de la entidad que lo compró.

El banco central obliga a los bancos a suscribir dichos títulos de modo que no puedan utilizar de inmediato esa liquidez para dar préstamos. El banco central se los compra a la tasa de interés que él fija, el proceso es el siguiente: el banco central convoca una subasta de títulos y los bancos los ofrecen de sus carteras al banco central con pacto de recompra, de manera que después de un plazo de tiempo especificado, el banco recompra el título al banco central. La diferencia entre la compra y la recompra implica un interés que paga el banco al banco central a cambio de la liquidez que el banco le proporciona al pagarle en efectivo el título.

Por lo tanto, cuando el banco central quiere aumentar la liquidez de los bancos, les compra dichos títulos. Cuando el público compra los bonos públicos, los depósitos de los bancos en el banco central se reducen. Así disminuye el crédito y eso hace que disminuya la oferta monetaria.

En la práctica, estas transacciones las realiza la Tesorería del Banco de México para mover a la baja o alza las tasas de interés mediante la venta y compra de valores gubernamentales (certificados de tesorería). Estas transacciones se realizan en el mercado primario donde se subastan los valores gubernamentales a los operadores autorizados quienes posteriormente pueden venderlos en el mercado secundario a los bancos comerciales, empresas, etc.<sup>12</sup> Así, el Banco de México otorga créditos de corto

---

<sup>11</sup> Sloman John. "Introducción a la macroeconomía". 3ed. Prentice Hall.

<sup>12</sup> El Banco de México también participa en el mercado secundario.



plazo a las tasas de interés de mercado, a fin de proveer la oferta de dinero de acuerdo a las necesidades de demanda de dinero.

La intervención del Banco Central en el mercado de dinero se realiza todos los días hábiles a partir de las 12:00 horas durante dos minutos. El Banco de México tiene conocimiento previo de todas las operaciones que afectan los saldos de las cuentas de la banca. Por ello, el Banco de México está obligado a pronosticar todos los días el cambio en la demanda de billetes y monedas, para así poder compensarlo a través de su intervención en el mercado de dinero. Los bancos ofrecen pagar cierta tasa por determinado monto y así es como se determina la tasa marginal, que es la menor tasa aceptada a la cual se proporcionará el crédito. De esta manera, el Banco de México fija la cantidad a subastar y el mercado determina libremente las tasas de interés a través del proceso de subasta.

Las subastas matutinas inyectan la liquidez que necesita el mercado de dinero, también se llevan a cabo subastas vespertinas pero solo para ajustar errores de pronóstico de la demanda de dinero.

Mediante las operaciones de mercado abierto<sup>13</sup>, la política monetaria regula la liquidez del sistema, suministrando la liquidez necesaria de acuerdo al pronóstico de la trayectoria de la demanda de dinero.

Cuando se emplea un “corto”, el Banco de México suministra a través de sus operaciones de mercado abierto al comienzo de ese día, parte de esa liquidez a una tasa de interés diferente a la del mercado. En el siguiente apartado se explica cual es la dinámica.

Existen otros instrumentos de política monetaria, los de largo plazo como los bonos y depósitos de regulación monetaria. Mediante el uso de estos instrumentos, el banco central retira liquidez al sistema bancario dándoles pagarés.

---

<sup>13</sup> Desde 2003 existe en México un comité de mercado abierto para realizar cambios en el monto de la restricción monetaria.

## RÉGIMEN DE SALDOS ACUMULADOS

Hasta antes de 1995 con un tipo de cambio semifijo, la política monetaria jugaba un papel subordinado al tipo de cambio al ser este utilizado como ancla nominal<sup>14</sup> de la economía. En 1995 con el abandono del tipo de cambio fijo inicio un periodo de transición hacia la estabilización de la inflación y el reestablecimiento del orden en el mercado financiero. Banco de México empleó en este periodo metas sobre el crecimiento de los agregados monetarios como el crédito interno neto y la base monetaria.

En efecto, desde 1995 cuando la inflación rebaso el 50% debido a la devaluación de diciembre, el objetivo de la política monetaria (y en general de la política económica) fue procurar la estabilidad de precios, para ello se emplearon metas monetarias.

Posteriormente, una vez lograda la estabilidad macroeconómica consistente en una tasa de inflación cerca de 20% en 1997, se adopto el esquema de Objetivos de Inflación estableciéndose metas graduales acorde con el objetivo explícito de inflación de largo plazo establecido en 2001 para diciembre de 2003, definido en términos de la inflación general en 3 por ciento con un intervalo de variabilidad de entre 2 y 4 por ciento y se utilizo la tasa de interés interbancaria (tasa de interés de corto plazo) por tener estrecha relación con el nivel de precios (objetivo ultimo).

Bajo este esquema de metas de inflación el mecanismo principal por medio del cual el Banco de México actúa sobre la base monetaria es conocido como Régimen de Saldo Acumulados y estuvo vigente hasta el 10 de abril de 2003. Los objetivos e instrumentos bajo este régimen son los siguientes:

### Objetivos finales

#### ➤ **Estabilidad de precios**<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> Un ancla nominal puede definirse como un instrumento de política que permite orientar y guiar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos. La adecuada orientación de las expectativas inflacionarias disminuye en parte los efectos negativos de la incertidumbre inflacionaria. Más aún, un ancla nominal efectiva propicia la congruencia entre las expectativas inflacionarias del público con la inflación observada.

<sup>15</sup> Los conceptos en negro indican el objetivo último y la instrumentación de la política monetaria en México bajo el régimen de saldos acumulados.

- Crecimiento económico

#### Objetivos intermedios

- **Expectativas de inflación**
- Tasas de interés de largo plazo
- Tipo de cambio
- Dinero/crédito

#### Objetivos operacionales

- **Tasas de interés de corto plazo (TIE)**
- **Cuentas de la banca comercial en la banca central**
- Tipo de cambio

#### Instrumentos

- **Operaciones de mercado abierto**
  - **Régimen de saldos acumulados (corto)**
- Tasas de interés oficiales
- Facilidades de liquidez
- Encaje legal
- Controles directos

El Banco Central siempre proporciona al sistema el crédito suficiente para satisfacer la demanda de billetes y monedas pero en el régimen de saldos acumulados, el cual consiste en enviar una señal, un “corto” al sistema bancario a fin de modificar las tasas de interés, satisfizo parte de esa demanda a la tasa de dos veces la tasa de Cetes. Es decir, el Banco de México proveyó al sistema financiero la liquidez necesaria para satisfacer la demanda de dinero pero parte de esa liquidez se otorgó a una tasa de interés de mercado y otra (equivalente al monto del corto) a 2 veces la tasa de Cetes a 28 días. Aunque el valor del “corto” equivale a una proporción muy pequeña de la base monetaria<sup>16</sup> (menor a 1%), propicia un aumento en las tasas de interés, lo cual a corto plazo frena el consumo y, por lo tanto contribuye al control de la inflación. También,

---

<sup>16</sup> Díaz Bautista Alejandro. “La política monetaria y el corto en México”. Revista Economía Informa, núm. 319, septiembre 2003. p. 59

debido a que el corto reduce el consumo, puede afectar negativamente el crecimiento económico de corto plazo.

Bajo el régimen de saldos acumulados, los saldos deudores o acreedores en que incurrieran las instituciones de crédito sobre sus propias cuentas corrientes llevadas por el Banco Central diariamente, podían ser compensados con saldos acreedores o deudores de igual monto respectivamente dentro de periodos de 28 días. De esta manera si al final un periodo, el saldo de alguna institución de crédito es negativo, es decir si excedió su crédito respecto a la cuenta corriente que le lleva el Banco de México, entonces el Banco Central le penaliza con un monto determinado por el sobregiro acumulado y una tasa equivalente a dos veces la tasa de Cetes a 28 días. Por el contrario, si al final de dicho periodo alguna institución bancaria resultara con un saldo positivo, este no le devengaría intereses. Ello incentivó a que la institución bancaria tratara de prestar el monto equivalente a su saldo positivo que resultara al final del periodo. Al haber otras instituciones bancarias que necesitaban esos recursos para no quedarse al final del periodo con saldos negativos, dicha institución tiene incentivos a prestarles esos recursos incluso a tasas de interés mas altas a las vigentes en el mercado, presionando con ello un alza en las tasas de interés.

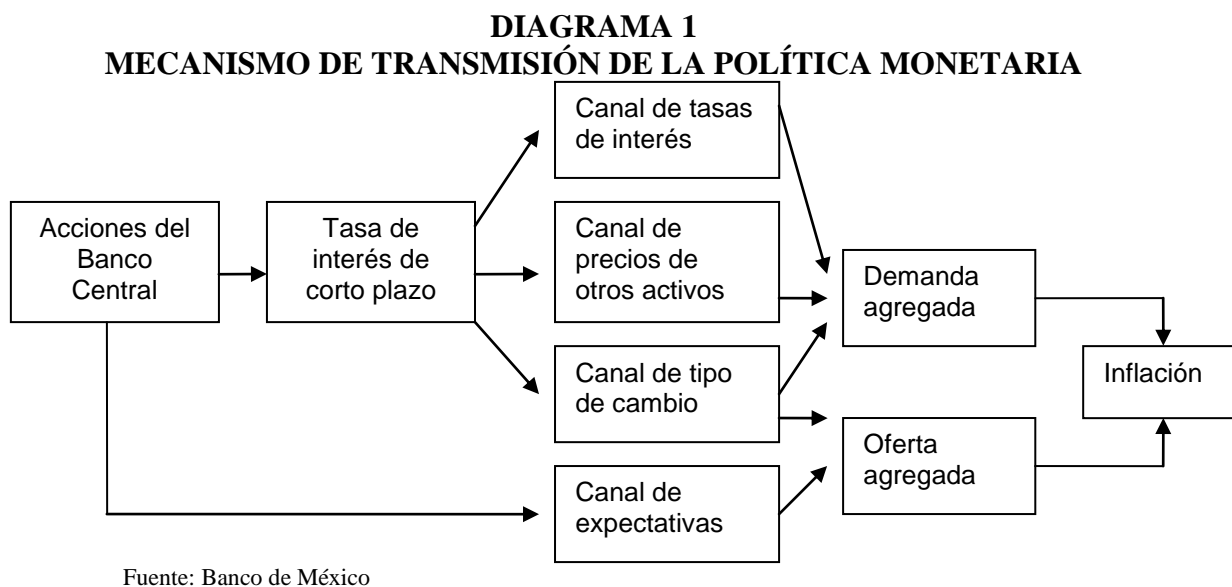
El régimen de saldos diarios funciona de manera similar pero aquí, las instituciones bancarias buscaban terminar al final del día con saldos en cero de sus cuentas corrientes en el Banco de México. Por ejemplo, un objetivo de saldos diarios totales positivos de las cuentas corrientes de la banca al final del día, reflejaba la intención del Banco de México de proporcionar a las instituciones de crédito a través de sus operaciones de mercado de dinero, una cantidad de recursos igual a la requerida por el sistema, pero si una cantidad otorgada a diferentes tasas de interés (equivalente al objetivo de saldo total positivo), obligando a que una o varias instituciones trataran de evitar terminar con saldos positivos no deseados prestando esos recursos incluso a tasas de interés mas bajas que las de mercado.

En resumen, un objetivo de saldos diarios positivo presionaba una baja en las tasas de interés de corto plazo mientras que un objetivo de saldos diarios negativo (dejar corto de recursos al sistema bancario a la tasa de interés vigente) o un “corto” inducía un

sobregiro en las cuentas corrientes de los bancos, el cual presiona un alza en las tasas de interés.

### 2.3 MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO

Como hemos visto, el Banco de México lleva a cabo la política monetaria mediante la utilización de instrumentos de mercado, con los cuales ejerce cierta influencia sobre la tasa de interés de corto plazo. Esto da inicio al mecanismo de transmisión de la política monetaria, el cual, se refiere al proceso mediante el cual las acciones de política del banco central afectan a la demanda agregada y a la inflación. Este proceso surge cuando el Banco Central actúa en el mercado de dinero y sus acciones tienen un efecto sobre las tasas de interés de corto plazo y las expectativas de inflación (ver diagrama 1).



El efecto de estas tasas de interés sobre las de más largo plazo y sobre el precio de otros activos, que pudieran tener efectos sobre la demanda agregada y por ende sobre los precios, depende, en gran medida, de la estructura financiera de cada país y de su entorno macroeconómico<sup>17</sup>.

<sup>17</sup> Moisés J. Schwartz Rosenthal. Consideraciones sobre la instrumentación práctica de la política monetaria. Documento de Investigación No. 9804. Banco de México. Octubre de 1998.

Los canales por los cuales ocurre la transmisión de la política monetaria son básicamente tres<sup>18</sup>. *El canal tradicional se refiere al efecto directo de la política monetaria sobre las tasas de interés. A su vez, el comportamiento de las tasas de interés repercute sobre las decisiones en que se otorga crédito tanto para el consumo como para la inversión y determina las decisiones de ahorro.* Por consiguiente los movimientos de la tasa de interés afectan la demanda agregada y los precios. También, las variaciones en las tasas de interés de corto plazo provocan cambios en las tasas de interés de largo plazo, las cuales afectan las decisiones de inversión y de la adquisición de bienes duraderos.

Este es precisamente el canal por el cual se transmiten las acciones de política monetaria en México: al aumentar el “corto”, el Banco de México envía una señal para que aumenten las tasas de interés nominales de corto plazo, ello también mejora las expectativas de inflación. Por ello, las tasas de interés reales aumentan afectando negativamente las decisiones de inversión debido al encarecimiento del financiamiento, mientras que el ahorro crece mitigando con ello, el crecimiento de la demanda agregada y por lo tanto del nivel de precios. Este aumento de las tasas de interés además de reducir la demanda de crédito puede también limitar su oferta (dadas las imperfecciones del mercado crediticio) si los bancos consideran que las mayores tasas de interés pueden implicar el apoyo a proyectos de inversión de alto riesgo ya que en el caso del crédito bancario ello ocasiona un crecimiento en el costo de intermediación. Así, el aumento de las tasas de interés aunado a la incertidumbre de la banca respecto a la calidad de los proyectos de inversión, puede generar una menor disponibilidad de crédito en la economía afectando a la baja la inversión y por lo tanto la demanda agregada y los precios.

*El segundo canal de transmisión ocurre a través del impacto de las tasas de interés sobre los precios de los activos, tales como los bonos, las acciones bursátiles y los bienes raíces. Ante un aumento de la tasa de interés se reducen los precios en el mercado de valores y se limita la capacidad de solicitar financiamiento de las empresas de manera que disminuye la inversión. Además una caída en el mercado de valores*

---

<sup>18</sup> La estructura financiera y el entorno macroeconómico de cada país determinan la importancia de cada uno de los canales de transmisión de la política monetaria.

implica una disminución de la riqueza de quienes invierten en ese mercado, los cuales reducirán su consumo.

*El tercer canal se da a través del tipo de cambio.* La política monetaria afecta las tasas de interés al imponer un “corto”, y con ello, en un contexto de libre movilidad de capitales se ejerce cierta influencia sobre el tipo de cambio. Es decir, en un régimen de flotación del tipo de cambio, una política monetaria restrictiva presiona al alza las tasas de interés, la inversión en bonos denominados en moneda nacional se vuelve mas atractiva por lo que aumenta la entrada de capitales provocando la apreciación del peso (disminuye el tipo de cambio). En México dicha apreciación tiene impacto sobre las decisiones de gasto entre bienes producidos internamente y en el exterior de manera que disminuyen las exportaciones y aumentan las importaciones afectándose así los precios internos. Sin embargo, ajustes del tipo de cambio pueden tener un impacto directo sobre la inflación sin que necesariamente tenga que afectarse en una primera instancia a la demanda agregada. Tal sería el caso por ejemplo, en el que las empresas tuvieran deuda denominada en moneda extranjera o en el que su producción requiriera de insumos importados, ya que parte del mayor costo de la divisa extranjera sería trasladado por las empresas a los precios. Finalmente, el tipo de cambio influye sobre las expectativas de inflación.

## **2.4 ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DURANTE 1996-2003**

La autonomía del Banco de México con respecto del gobierno federal a partir del primero de enero de 1994, le permitió al Banco de México enfocarse sobre un único objetivo estratégico, el de mantener el poder adquisitivo de la moneda dejando a otros sectores la responsabilidad del crecimiento económico. La política monetaria y en general, la política económica consideran al mercado (si éste no fuera imperfecto) como el mecanismo ideal para la eficiente asignación de recursos y para el desenvolvimiento de la actividad económica.

A partir de diciembre de 1994 se adoptó el régimen de libre flotación cambiaria, como consecuencia de la crisis de balanza de pagos de 1994-1995 el tipo de cambio dejó de funcionar como el instrumento de política que orientaba las expectativas de inflación

alrededor de los objetivos de la autoridad<sup>19</sup>. Con ello, la política monetaria adquirió mayor libertad para su operación basando su estrategia sobre su influencia en el mercado de dinero e indirectamente en el mercado cambiario asumiendo así, el papel de ancla nominal de la economía.

En efecto, la política monetaria como ancla nominal de la economía, asumió un papel estratégico en la dirección del crecimiento económico. Una vez que el tipo de cambio deja de ser un ancla inflacionaria, como vimos anteriormente, se adopta un límite al crecimiento del crédito interno neto del Banco de México durante 1995 como ancla nominal.

La estrategia de política monetaria también se orientó hacia la transparencia y mayor comunicación con los principales agentes económicos ante la necesidad de generar un ambiente de credibilidad acorde al control de la inflación. Ello, porque las expectativas inflacionarias influyen en la efectividad de la política monetaria, de manera que, la confianza en el logro de los objetivos de inflación puede reducir de manera las tasas de interés.

El desarrollo de la política monetaria en el periodo 1996-2003 transcurre básicamente por dos etapas. La primera de 1995 a 1998 se basa en la definición de metas de inflación y, dado que en el largo plazo la tasa de crecimiento de los precios o inflación está determinada, entre otros factores, por el crecimiento de los agregados monetarios<sup>20</sup>, la estrategia fue utilizar reglas sobre el comportamiento de la base monetaria. Los principales indicadores fueron la evolución de la base monetaria en relación con su trayectoria deseable, la evolución del tipo de cambio, la diferencia entre la inflación observada y la inflación pronosticada, las expectativas inflacionarias y la trayectoria de las revisiones salariales y los contratos colectivos de trabajo.

En línea con el propósito del programa monetario durante esta etapa, que fue el abatimiento de la inflación, se estableció una meta de inflación de casi 52% en 1995 a

---

<sup>19</sup> El tipo de cambio como ancla inflacionaria refleja que la competitividad productiva mexicana por medio de precios relativos y su incidencia en el crecimiento económico pasan a segundo plano. Programa monetario 2001. Banco de México.

<sup>20</sup> La Conducción de la Política Monetaria del Banco de México a través del Régimen de Saldos Acumulados. Publicación del Banco de México. 2003.



20.5% en 1996 y a 15% en 1997<sup>21</sup>. De esta manera se determinó un objetivo respecto del aumento de la demanda de base monetaria congruente, dados los pronósticos para el crecimiento económico, las tasas de interés y la inflación. Para la consecución de la trayectoria de la base monetaria prevista, el Banco de México (Banxico) aplicó las medidas siguientes<sup>22</sup>:

1. Ajustar diariamente la oferta de dinero primario a la demanda de base monetaria. Para ello, el Banxico: abasteció diariamente la demanda de billetes y monedas; neutralizó el efecto monetario de los movimientos de la cuenta de la Tesorería de la Federación en este instituto central, así como también el de las variaciones de los activos internacionales netos; y compensó en su totalidad el efecto monetario de los apoyos crediticios otorgados al Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA) y al Fondo de Apoyo al Mercado de Valores (FAMEVAL).
2. Modificar en caso de ser necesario, las condiciones de suministro del crédito primario para procurar el orden en los mercados financiero y de cambios poniendo en corto al sistema bancario. Una vez disipadas las condiciones causantes de estos ajustes de la política monetaria, el Banxico regresaría a una postura de neutralidad.
3. Límites trimestrales para las variaciones de su crédito interno<sup>23</sup>. Para fijar dichos límites, se tomaron en cuenta la estacionalidad que muestra durante el año la demanda de base monetaria, así como el aumento mínimo esperado de los activos internacionales netos.

En la segunda etapa iniciada a partir de 1998, se transitó de manera gradual hacia un esquema de objetivos cualitativos y explícitos de la inflación. La política monetaria orientó sus acciones discrecionales a la consecución de objetivos de inflación de corto y mediano plazo.

En esta segunda etapa el objetivo primordial del programa monetario fue contribuir al abatimiento de la tasa de inflación al nivel del 12% en 1998 y 13% en 1999, ya no hay límites trimestrales al crédito, pierde importancia el pronóstico de la base monetaria

---

<sup>21</sup> Los porcentajes se refieren a la elevación del nivel general de los precios en diciembre de 1996 y 1997 respecto al de diciembre del año inmediato anterior.

<sup>22</sup> Programa Monetario 1996. Banco de México.

<sup>23</sup> El crédito interno se define como la base monetaria menos los activos internacionales netos.

debido a la dificultad de estimar su trayectoria para 1998 coherente con el objetivo de inflación y se incluye como un elemento fundamental en el programa monetario la comunicación eficaz y oportuna de los objetivos de política monetaria, del uso de los instrumentos y de los alcances de la política monetaria en general. Los principales elementos del programa monetario para 1998 y 1999 son los siguientes:

1. Ajustar diariamente la oferta de dinero a su demanda y corregir mediante operaciones de mercado abierto desequilibrios en la liquidez resultantes de errores en la estimación diaria de la demanda de base a fin de no crear ni excesos ni faltantes de base monetaria. Esta primer medida equivale a que el Banco de México al determinar diariamente sus operaciones de mercado abierto, persigue un objetivo de saldos acumulados de cero de las cuentas corrientes que les lleva a los bancos comerciales, lo cual representa una postura de política monetaria neutral.
2. El Banco de México se reserva la facultad de ajustar discrecionalmente la política monetaria cuando sea necesario, pudiendo restringir o relajar su postura.
3. Para facilitar el seguimiento de sus acciones, el Banco de México continuó comunicando eficaz y oportunamente sus objetivos, el uso de los instrumentos que tiene a la mano y los alcances de la política monetaria en general.

Hasta antes de 1997, existía la intención de intervenir lo menos posible en el mercado de dinero y en el cambiario, pero ante el deterioro financiero internacional en 1997 y 1998 (crisis del sudeste asiático y problemas financieros en Rusia y Brasil), así como la caída de los precios internacionales del petróleo, la política monetaria pasó de neutral a restrictiva a través de la utilización del corto monetario como principal instrumento.

Con el objetivo de que tanto el tipo de cambio como la tasa de interés se determinaran libremente, el Banco de México estableció, a partir de 1998, el régimen de saldos acumulados<sup>24</sup> de las cuentas corrientes de la banca comercial en el banco de México como el instrumento principal de política monetaria, que propicia al sobregiro de los bancos comerciales en un monto que cambia en función de la diferencia entre las expectativas inflacionarias y la meta de inflación. De esta manera, dicho instrumento permitió hacer converger las expectativas inflacionarias de los agentes económicos con

---

<sup>24</sup> Para una descripción mas detallada de este mecanismo ver el apartado 2.2 titulado Instrumentos y Objetivos de la Política Monetaria en México.

los objetivos de inflación del Banco de México. La implementación de este régimen conlleva a tres posturas de política monetaria por parte del Banxico:

- Neutral. (1996). El Banco de México básicamente se limita a satisfacer diariamente la demanda de liquidez a través del mercado de dinero a tasas de interés de mercado, de manera que no influye en las tasas de interés.
- Restrictiva (corto). (1998-2001). Propicia el sobregiro de la banca comercial para afectar al alza las tasas de interés.
- Laxa (largo). No se aplicó en mayo de 2001, básicamente consistió en reducir el corto para afectar a la baja las tasas de interés.

El Banco de México al anunciar el monto del “corto”, enviaba la señal al mercado sobre su intención de política monetaria según la cual se modifica la tasa de interés interbancaria. Bajo este régimen, el Banco de México intervino diariamente en el mercado de dinero por medio de las siguientes operaciones:

- a) compra venta de valores gubernamentales en directo o en reporto ya sean valores del gobierno federal o valores propios del Banco Central como los BREMS (bonos de regulación monetaria)
- b) Subastas, ya sea ofreciendo créditos a la banca comercial o subastando depósitos voluntarios (que devengan intereses) de la banca comercial en la banca central.

Como ya hemos visto, en ambas operaciones el Banco de México determina la cantidad mientras que el mercado determina las tasas de interés: al fijar el monto a subastar, la suma de los saldos acumulados de las cuentas corrientes de toda la banca inicia el siguiente periodo en una cantidad establecida. Al influir de esta manera en el mercado de dinero, las tasas de interés se alteran temporalmente con repercusiones sobre las decisiones de gasto de los agentes económicos. De esta manera, la demanda agregada se modifica temporalmente y con ello, también el nivel general de precios.

El banco central utilizó los “cortos”, adoptando una postura de política monetaria restrictiva, principalmente en las siguientes circunstancias<sup>25</sup>:

1. cuando detectó presiones o expectativas inflacionarias futuras incongruentes con el logro del objetivo de abatimiento de inflación. Las presiones inflacionarias

---

<sup>25</sup> Programas Monetarios 1998-2001. Banco de México.

futuras inesperadas podrían resultar, entre otros factores, del comportamiento del tipo de cambio, de los costos laborales unitarios, de los agregados monetarios, de excesos de demanda agregada, además de reajustes imprevistos en precios de bienes y servicios públicos o sujetos a control oficial.

2. choques inflacionarios exógenos.
3. para propiciar el orden en los mercados cambiario y de dinero.
4. cuando la demanda agregada muestre tasas de crecimiento superiores al crecimiento potencial de la producción.

Por otro lado, al presentarse circunstancias en las que fuera conveniente relajar la postura de la política monetaria, el Banco de México operaría con un objetivo de saldos acumulados positivo, lo que implicaba dejar “largo” al sistema bancario. Los “largos” ejercerían presiones a la baja de las tasas de interés. El Banco de México podía aplicar “largos” en caso de que<sup>26</sup>:

1. el comportamiento de las tasas de interés de muy corto plazo no fuera congruente con la evolución del tipo de cambio, en particular en situaciones en que la moneda nacional se esté apreciando y no existan presiones inflacionarias adicionales a las previstas en el programa económico;
2. la inflación evolucionara de manera tan favorable, que existieran probabilidades altas y bien fundadas de que el aumento de los precios resultara claramente inferior al objetivo que se haya establecido;
3. se produjera una apreciación del tipo de cambio (real y nominal) que se estimara insostenible por derivarse de entradas cuantiosas de capital a corto plazo al mercado de dinero;
4. surgieran aumentos de las tasas de interés atribuibles, meramente a la formación de situaciones desordenadas en el mercado de dinero.

En Enero de 1999 los mercados financieros nacionales se vieron afectados por la devaluación de la moneda brasileña al depreciarse el peso de manera transitoria. En respuesta el Banco de México restringió la política monetaria aumentando el “corto” de 130 a 160 millones de pesos. Después de este ajuste, el nivel del “corto” se mantuvo durante el resto de 1999.

---

<sup>26</sup> Programa Monetario 1998. Banco de México.

Además de los elementos anteriores, en el año 2000 la junta de Gobierno de Banxico decidió incorporar nuevamente en el programa monetario límites trimestrales a la variación del crédito interno neto. El aumento esperado de la base monetaria y el compromiso de no desacumular reservas internacionales dieron como resultado la fijación de esos límites trimestrales. También se dió más importancia a los mecanismos de comunicación con el público acerca de los daños que ocasiona la inflación y se busca la formación de un consenso social en torno a la estabilidad de precios a fin de mitigar los costos del proceso inflacionario. De esta manera, la política monetaria en México continuó avanzando en su transición hacia un esquema de objetivos explícitos de inflación.

El cumplimiento del objetivo de inflación mediante la flexibilidad necesaria de la autoridad monetaria para reaccionar ante presiones inflacionarias, es lo que constituye el ancla nominal de la economía.

Debido que la inflación de México era aún elevada en el año 2001 la junta de gobierno estableció un objetivo de mediano plazo para diciembre de 2003 de un incremento del INPC del 3% y como meta para 2001 una inflación menor a 6.5% también una inflación para 2002 cerca de 4.5%. Dado que las expectativas de inflación eran superiores a las metas para alcanzar el objetivo de inflación se aplicó una política monetaria restrictiva. El objetivo de mediano plazo refrenda la función de la política monetaria de ancla nominal de la economía<sup>27</sup> ya que ante una situación de perturbación de precios clave de la economía la autoridad monetaria anuncia el tiempo que tomará la absorción y aplica las medidas apropiadas para alcanzar el objetivo de mediano plazo propuesto.

De acuerdo con el Programa Monetario para 2001, los elementos con los cuales se alcanzarían las metas de inflación de corto y mediano plazo eran:

- (a) una política monetaria restrictiva;
- (b) ajustes de precios administrados por el sector público con base en los objetivos de inflación;

---

<sup>27</sup> El cumplimiento del objetivo de inflación mediante la flexibilidad necesaria de la autoridad monetaria para reaccionar ante presiones inflacionarias, es lo que constituye el ancla nominal de la economía.

- (c) incrementos salariales congruentes con las ganancias sostenibles en productividad y con la meta de inflación;
- (d) ausencia de perturbaciones externas severas (tales como reducciones de los términos de intercambio o de la oferta de capitales externos) que conlleven una modificación considerable del tipo de cambio real;
- (e) una postura fiscal estructuralmente sólida.

Con ello, se reforzaba el papel de ancla nominal que cumplían las metas de inflación lo cual evitaba la contaminación de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos.

En general, en esta etapa, el Banco de México operó en el mercado de dinero de tres formas: subastando depósitos y créditos; estableciendo depósitos obligatorios y/o voluntarios; y mediante la compra venta de títulos emitidos por el gobierno federal. Los instrumentos básicos de la política monetaria fueron los siguientes:

- el saldo acumulado de los depósitos de la cuenta corriente de la banca comercial en el Banco de México (corto);
- las operaciones de mercado abierto;
- en determinadas circunstancias instrumentos directos como los depósitos voluntarios y/o obligatorios de la banca comercial en el Banco de México.

Se utilizaron también instrumentos directos como depósitos de regulación monetaria y vender dólares de manera directa en el mercado cambiario.

Por otra parte, durante 1996-2001 la Comisión de Cambios de Banxico implementó un mecanismo definido para la acumulación de Reservas Internacionales (RI) y para asimilar la volatilidad del tipo de cambio:

- subastas mensuales de venta de dólares al Banco de México (agosto 1996-2001);
- subasta diaria de dólares a los intermediarios financieros (febrero 1997-julio 2001).

De esta manera, el Banco de México intervino si el tipo de cambio se depreciaba en determinada cantidad.

Posteriormente la Comisión de Cambios acordó en marzo de 2003 establecer un mecanismo para reducir la velocidad de acumulación de las Reservas Internacionales, vendiendo divisas a la banca comercial, utilizando este mecanismo como instrumento de regulación monetaria, para disminuir la liquidez en pesos. Esta subasta la realizó fundamentalmente debido a que la acumulación de reservas tiene un costo, el cual es resultado de la diferencia entre el rendimiento de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos (instrumentos en los que están invertidos los activos financieros mexicanos) y la tasa de interés que deberá pagarse por los Cetes que se emiten para financiar al gobierno federal.

La subasta diaria inició a partir de mayo de 2003. Esta medida fue para disminuir el ritmo de acumulación de las reservas internacionales, las cuales llegaron a cerca de 57 mil millones de dólares en 2003 (ver cuadro 1).

**CUADRO 1**  
**Reservas internacionales (millones de dólares)**

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
33,555	40,880	47,984	57,435	61,496	68,669	68,701

Fuente: Banxico.

El Banco de México realiza dichas ventas directamente en el mercado sin pretender influir en la determinación del tipo de cambio, reiterando con ello la libre flotación del peso. Trimestralmente, el Banco de México da a conocer el monto de dólares que ofrecen los bancos y otros intermediarios financieros. Así, para 2003 durante el primer trimestre, el monto a vender fue el 50% del flujo de acumulación de reservas netas del trimestre previo. Es decir, la venta de dólares se llevó a cabo hasta que la acumulación de reservas netas fue mayor a 250 millones de dólares respecto del nivel observado al inicio del último trimestre en que la subasta diaria de divisas hubiera estado vigente. Con base en este monto de dólares a vender, el Banco de México subasta diariamente un monto fijo de dólares en horarios preestablecidos.

Un régimen de flotación cambiaria facilita el manejo de la política monetaria ya que el tipo de cambio puede ajustarse (se aprecia o deprecia) rápidamente ante choques externos o internos.

Así, ante la volatilidad de los mercados financieros internacionales, la política monetaria tuvo que ser lo suficientemente flexible o discrecional a fin de garantizar la estabilidad del tipo de cambio y por lo tanto del nivel de precios. Se trata de una política que monitorea la evolución de un importante número de variables para detectar oportunamente presiones inflacionarias a fin de actuar en el muy corto plazo por medio del uso de sus instrumentos. Estas variables son las siguientes:

- la inflación
- la inflación subyacente
- pronósticos de inflación
- expectativas de inflación
- tipo de cambio
- revisiones salariales
- precios administrados (que fija la autoridad)
- producto real vs. producto potencial

## 2.5 RESULTADOS

Para evaluar en México la efectividad de las acciones de política monetaria para controlar la inflación, en particular la efectividad del esquema de saldos acumulados, conviene hacer referencia a un estudio realizado por Lorenza Martínez<sup>28</sup> para el periodo 1997-2000. En este estudio, primeramente se concluye que durante el periodo 1997-2000 en el que se observó una mayor estabilidad de los mercados financieros internacionales y de transmisión hacia el esquema de objetivos de inflación, la instrumentación de la política monetaria repercutió en el comportamiento de la tasa de interés real acorde con el control de la inflación.

Una segunda conclusión es que la política monetaria induce un crecimiento de la tasa de interés ante presiones inflacionarias ocasionadas por una devaluación, un crecimiento en la brecha de la producción causada por un crecimiento del consumo, un relajamiento de

---

<sup>28</sup> Martínez Lorenza, Sánchez Oscar, Werner Alejandro. “Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México”. Publicación del Banco de México, marzo 2001.



la política fiscal u otro factor de demanda agregada. Un crecimiento de la tasa de interés real lleva a una apreciación del tipo de cambio real, induce una menor brecha de la producción y reduce la inflación.

Para determinar que la disminución en la inflación por un crecimiento de la tasa de interés real se debe exclusivamente al efecto de la apreciación del tipo de cambio sobre los precios de los bienes comerciables, Martínez estimó un VAR para el sector de los bienes comerciables y no comerciables. El resultado es que ante una perturbación que afecta al alza a las tasas de interés reales, en el sector de los bienes comerciables y no comerciables disminuye la inflación aunque con mayor rapidez y magnitud en el sector de bienes comerciables. La disminución de la inflación en el sector comerciable de la economía como resultado del aumento de la tasa de interés real se explica por la apreciación cambiaria mientras que la disminución de la inflación en el sector no comerciable se explica por las consecuencias de la disminución de la brecha de la producción.

De acuerdo con Martínez, el esquema de saldos acumulados fue efectivo para controlar la inflación en el periodo 1996-2003 debido a que el comportamiento de las tasas de interés reales se explica por las acciones discrecionales del Banco de México, las cuales se basan en la observación y seguimiento de variables determinantes de la diferencia entre la inflación esperada y el objetivo de inflación, los excesos de demanda agregada y las perturbaciones financieras externas. Además los aumentos de la tasa de interés implican una caída del crédito ya sea en forma directa o como resultado de una contracción de la demanda agregada.

En 1999 la Junta de Gobierno del Banco de México propuso como meta de mediano plazo para el abatimiento de la inflación, la convergencia de la misma hacia finales del año 2003 con la de los principales socios comerciales del país. De esta manera, se logró el objetivo de corto plazo de la política monetaria para ese mismo año consistente en una tasa de inflación del 13 por ciento y para el año 2000 consistente en una tasa que no excediera el 10 por ciento<sup>29</sup> anual (ver gráfica 1). En general, la política monetaria fue

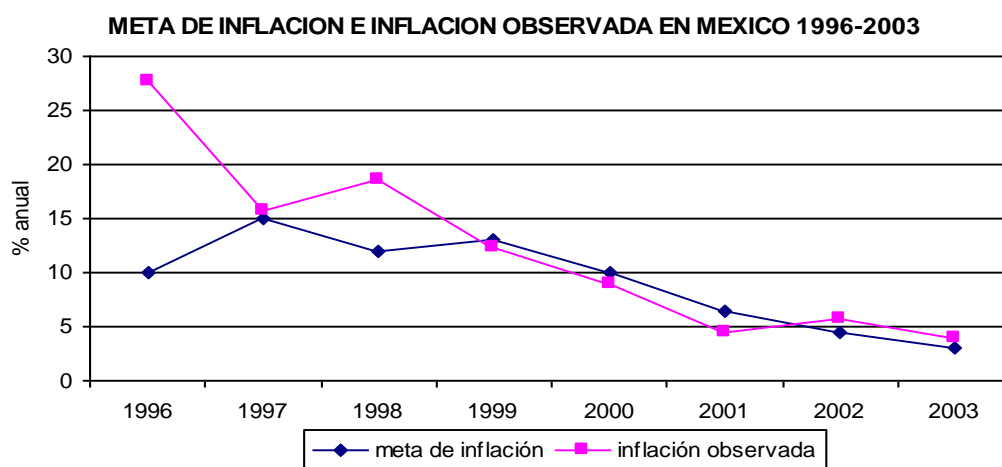
---

<sup>29</sup> Informe anual del Banco de México. Abril, 2000. p. 13.

efectiva para disminuir la inflación desde un nivel de más de 50 por ciento en enero de 1996 hasta un nivel de 3.98 % en 2003 (ver gráfica 2).

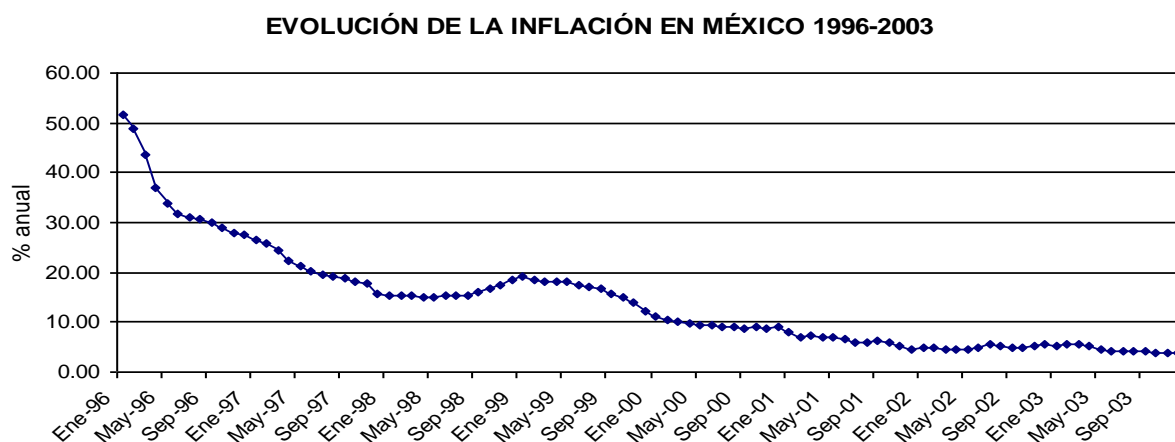
De acuerdo con el Banco de México (informe anual 2000), a pesar de que en 1999 la evolución de la inflación siguió una trayectoria favorable y congruente con la meta del 13 por ciento las expectativas económicas se mostraron lentas con respecto al objetivo de mediano plazo lo cual explica porque la política monetaria continuó siendo restrictiva.

**GRÁFICA 1**



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

**GRÁFICA 2**

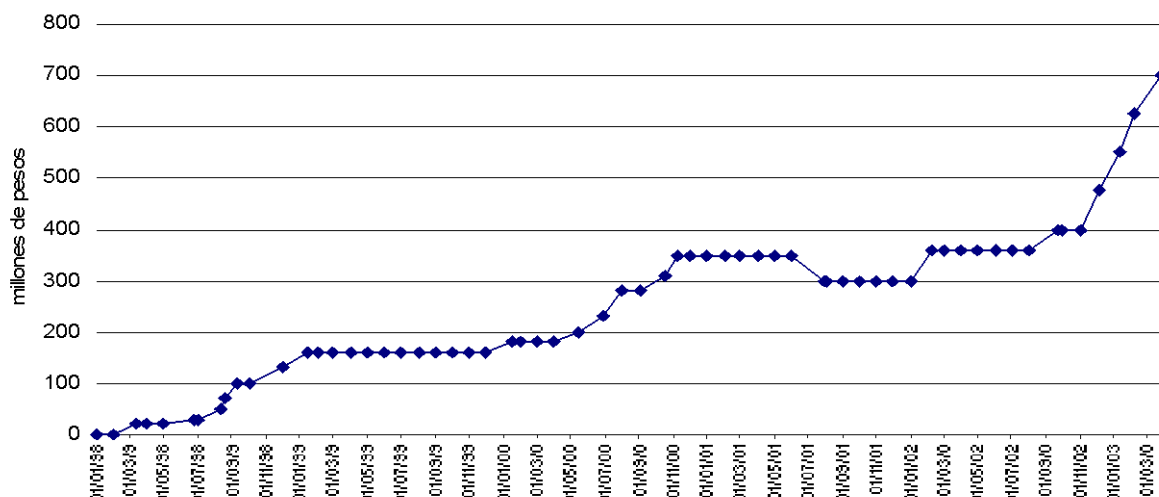


Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

Así, desde que el Banco de México en marzo de 1998 comenzó a restringir su política monetaria ante indicios de presión inflacionaria, (ver gráfica 2), el régimen de saldos acumulados y de saldos diarios facilitó la conducción de la política monetaria ya que en un entorno de inflación baja, el objetivo sobre las cuentas corrientes permitió que las tasas de interés disminuyeran conforme se ajustaron las expectativas de inflación. Una vez que el Banco de México incrementó el corto y provocó con ello el aumento temporal de las tasas de interés (a fin de reducir la demanda agregada y de esa manera evitar presiones inflacionarias), disminuyeron las expectativas de inflación (inflación esperada) y, en consecuencia, la inflación observada también se redujo al igual que lo hizo la tasa de interés (ver gráfica 3).

**GRÁFICA 3**

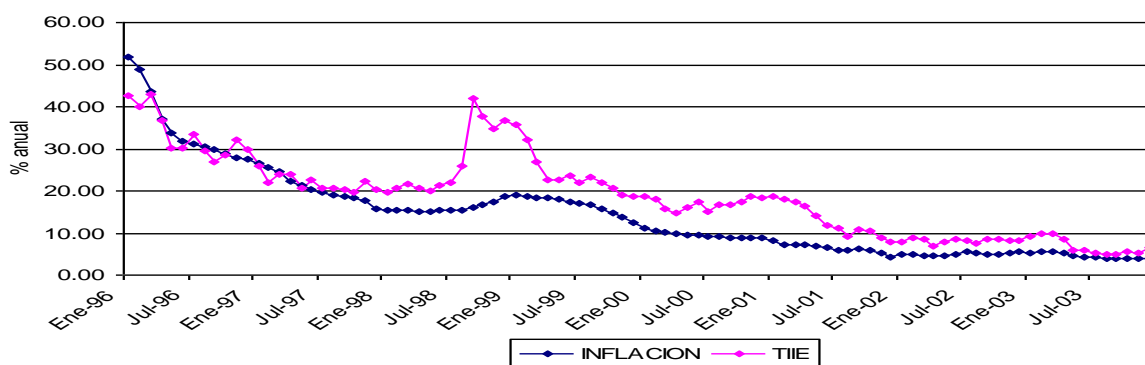
**EVOLUCIÓN DEL CORTO 1998-2003**



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

**GRÁFICA 4**

**INFLACIÓN Y TIE EN MEXICO 1996-2003**



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

En términos generales, política monetaria, durante el periodo de 1996-2003 fue exitosa al reducir la tasa de interés de niveles de casi 50% en enero de 1996 a una tasa cercana al 5% en 2003 (ver gráfica 4). Además, de acuerdo con El Banco de México (2007), la aplicación del “corto” también fue un instrumento eficaz para permitir la distribución de las perturbaciones externas entre las tasas de interés y el tipo de cambio<sup>30</sup> evitando con ello la volatilidad de la inflación.

También, a medida que incrementó el monto del “corto” el nivel de actividad económica descendió a partir de 2001 (ver gráfica 5)<sup>31</sup>. De acuerdo con Abraham Aparicio (Economía Informa, 2003), y con Calva J Luis (Problemas del Desarrollo, 2005) la explicación de ello es que a principios de 2000 cuando la caída del PIB (recesión<sup>32</sup> que concluyó en el último trimestre de 2001) había iniciado, no se llevaron a cabo medidas de política económica contracíclicas para detener o atenuar la recesión, sino que la política monetaria continuó con el control de la inflación y, la política fiscal con el equilibrio fiscal (ver gráfica 6). Es decir, continuaron las medidas de política económica restrictivas (en éste contexto procíclicas). Por ello, la causa de la recesión se atribuyó no solo a los efectos en la economía mexicana de la desaceleración estadounidense sino también y en gran medida a las decisiones de política económica nacionales de restricción monetaria y fiscal a fin de disminuir la absorción interna de mercancías.

---

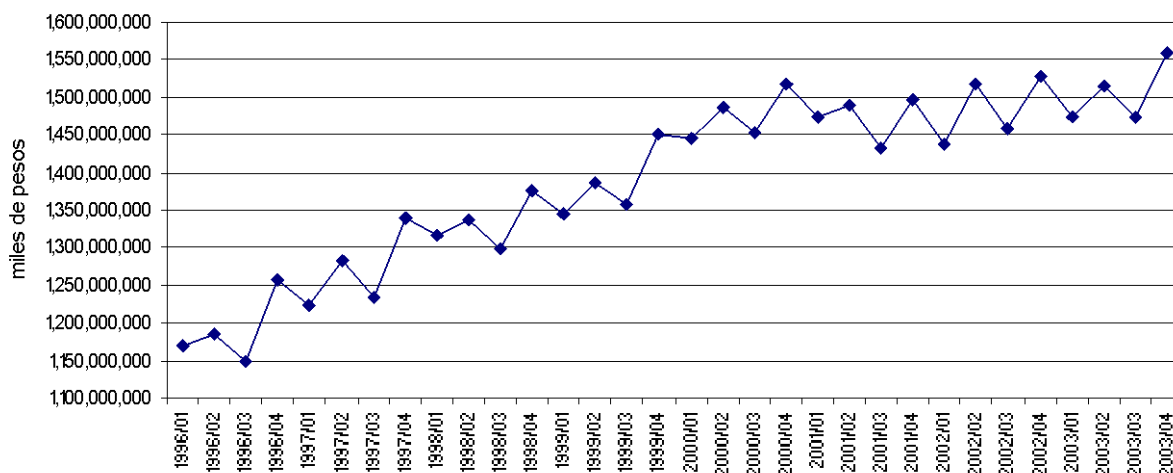
<sup>30</sup> Banco de México. “Instrumentación de la política Monetaria a través de un Objetivo Operacional de Tasa de Interés (Anexo 3 del Informe sobre Inflación Julio-Septiembre 2007).

<sup>31</sup> Un estudio realizado por Abraham Aparicio (Economía Informa No. 318, 2003) muestra que cuando la economía se encuentra en un periodo de desinflación por arriba del 10%, la política monetaria restrictiva es efectiva para combatir la inflación y al mismo tiempo impulsar el crecimiento económico y el empleo. Pero cuando la economía se encuentra en un periodo de baja inflación, menor a 10%, la política monetaria restrictiva es efectiva al reducir aún más la inflación, pero tiende a contraer el crecimiento de la producción y a incrementar el desempleo.

<sup>32</sup> La recesión definida como dos trimestres o más de crecimiento negativo del PIB comenzó en el cuarto trimestre de 2000 y concluyó en el último trimestre de 2001.

### GRÁFICA 5

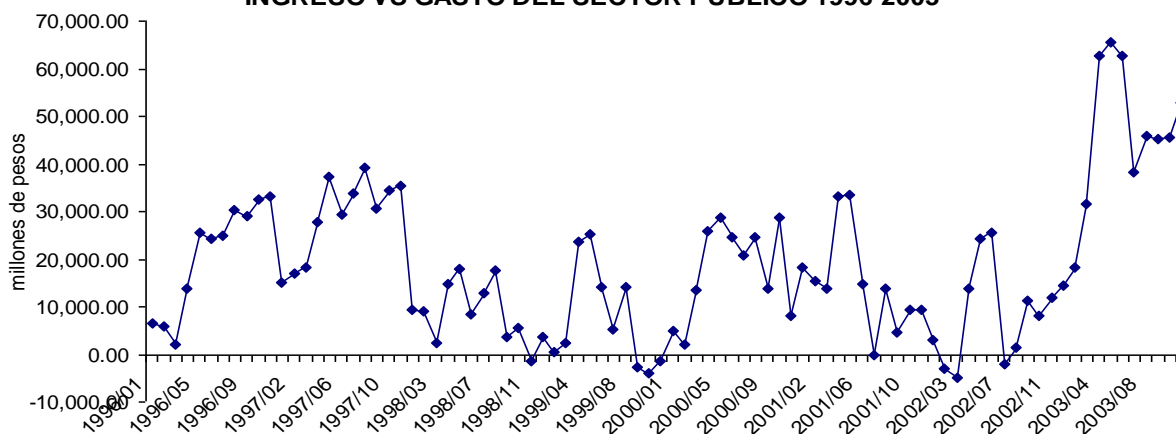
#### PIB EN MÉXICO 1996-2003



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI.

### GRÁFICA 6

#### INGRESO VS GASTO DEL SECTOR PÚBLICO 1996-2003

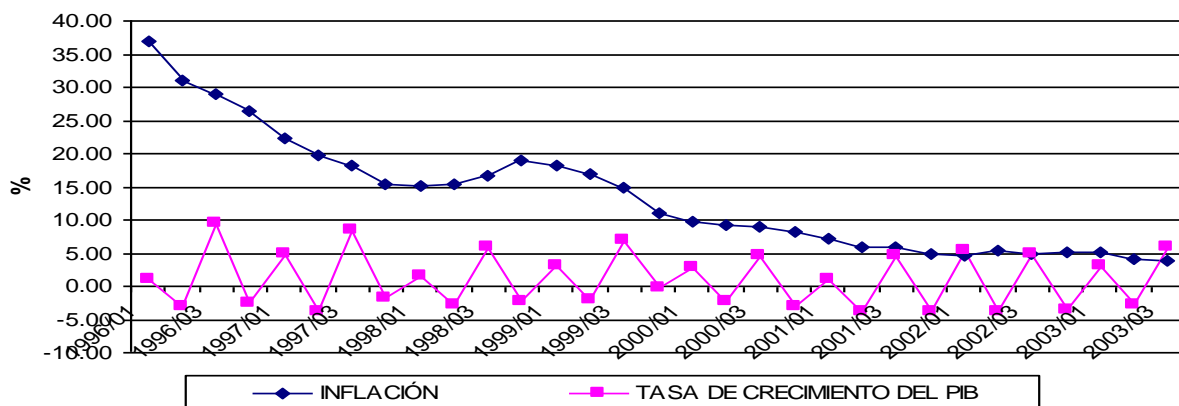


Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI.

La siguiente gráfica muestra la relación entre la inflación y el PIB. Mientras que la inflación disminuyó 14.72% en promedio durante el periodo 1996-2003, el PIB solo creció 3.68% en promedio durante el mismo periodo (ver gráfica 7). Mientras que el desempleo solo disminuyó hasta principios del 2000 año en que comienza una trayectoria creciente (ver gráfica 8).

**GRÁFICA 7**

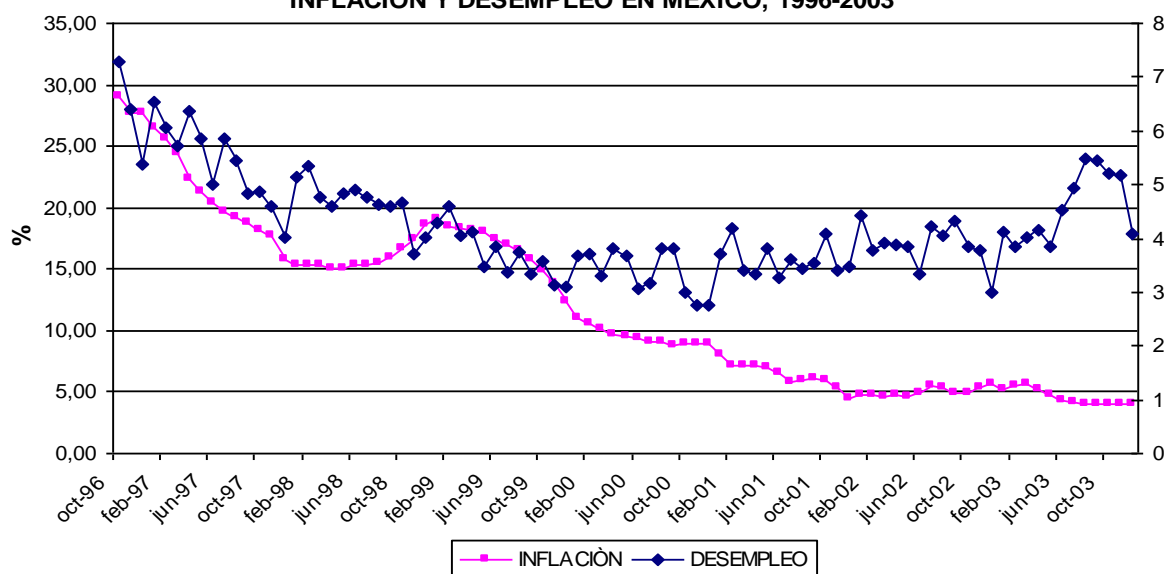
**INFLACION Y CRECIMIENTO DEL PIB EN MEXICO 1996-2003**



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI.

**GRÁFICA 8**

**INFLACION Y DESEMPLEO EN MEXICO, 1996-2003**



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI.

Un estudio elaborado por Galindo y Ros (2008), muestra los efectos del tipo de cambio real en la producción. Los resultados obtenidos para el periodo 1996-2003 muestran que la producción tiene una relación positiva con el tipo de cambio real y, además con otras variables como la inversión y la producción de Estados Unidos (principal socio comercial). De dicho estudio se deriva que una subvaluación del tipo de cambio real

genera un mayor dinamismo del producto. El cuadro 2 muestra la brecha de producción y el tipo de cambio que se observaron durante el periodo.

**CUADRO 2**  
**BRECHA DE INFLACIÓN, BRECHA DE PRODUCCIÓN Y TIPO DE CAMBIO EN**  
**MÉXICO (1996-2003)**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Meta de inflación (%)	10	15	12	13	10	6.5	4.5	3 ± 1
Inflación real (%)	27.7	15.7	18.6	12.3	9	4.4	5.7	4
Pronóstico del PIB (%)	> 3	> 4	5	3	4.5	n.a.	1.5	3
Crecimiento del PIB (%)	5.1	6.8	4.9	3.7	6.6	-0.1	0.7	1.3
Tipo de cambio real (índice de final de período)	127.8	114.1	116.1	105.8	100	92.5	102.3	106.2

Fuente: Banco de México.

A partir de 2000, la política económica se enfocó al logro de la estabilidad de las variables macroeconómicas como el nivel de precios y el equilibrio fiscal. En los Criterios Generales de Política Económica para ese año se estableció como meta de mediano plazo alcanzar un nivel de inflación de 3% en 2003, en razón de la convergencia de la inflación interna con la de los principales socios comerciales del país (EU y Canadá).

Por otra parte en coordinación con la política monetaria para lograr la estabilidad de las variables macroeconómicas, la política fiscal se orientó al logro de un presupuesto equilibrado, ello para mantener las finanzas públicas sanas ante las necesidades de disminuir las presiones que ejerce la deuda pública sobre los mercados financieros, ello por una parte ha eliminando el papel activo de la política de ingreso-gasto público en el crecimiento económico y el empleo<sup>33</sup> y, por otra parte, el cumplimiento de las metas en el ámbito de las finanzas públicas es un factor que a coadyuvado alcanzar los objetivos de inflación en los últimos años.

En efecto, previniendo que la política monetaria restrictiva para contener la demanda agregada al generar una mayor apreciación del tipo de cambio estimularía el gasto en bienes comerciables y un mayor déficit de la balanza comercial, se contó con un efectivo instrumento, la restricción fiscal para que el crecimiento del gasto agregado no presionara el nivel de precios. De esta manera, se estableció en los Criterios Generales

<sup>33</sup> Aparicio Cabrera Abraham. "Política monetaria en la economía mexicana", revista Economía Informa, núm. 318, julio-agosto 2003.

de Política Económica para 2001 un déficit público de 0.50 por ciento del PIB, inferior al aprobado en el año anterior:

*“Si bien una política monetaria restrictiva tiene el potencial de disminuir el ritmo de crecimiento de la demanda agregada, dicha política debe complementarse con la política fiscal para que el crecimiento del gasto agregado no presione el nivel de precios”.*

### 2.5.1 Tipo de cambio nominal y tasa de inflación (acciones de política cambiaria)

La bibliografía económica argumenta que el régimen de metas de inflación reduce la transmisión del tipo de cambio a la inflación, debido al aumento de la credibilidad de la autoridad monetaria y a la formación de expectativas inflacionarias que no se contaminan con un shock cambiario de corto plazo. Haciendo referencia a un estudio realizado por Galindo (2006) para evaluar esta hipótesis, los resultados indican que el tipo de cambio nominal tiene un efecto importante en el proceso inflacionario en México.<sup>34</sup> De esta manera, una devaluación del tipo de cambio nominal se traduce en una inflación mayor, mientras que una apreciación del tipo de cambio nominal implica una disminución de la inflación. En este sentido Galindo (2006) distingue la aplicación de una política asimétrica como respuesta del Banco de México ante movimientos del tipo de cambio.

Considerando que el Banco de México utiliza la tasa de interés como instrumento para cumplir su meta inflacionaria, este aplica una política monetaria más restrictiva al provocar aumentos en la tasa de interés para controlar la inflación<sup>35</sup>. Es decir, ante una devaluación del tipo de cambio que puede provocar brotes inflacionarios, el Banco de México aumenta la tasa de interés mediante una política monetaria más restrictiva (traspaso de la devaluación a la inflación). Sin embargo, una apreciación del tipo de cambio que reduce la presión inflacionaria no se traduce en la aplicación de una política monetaria expansiva que disminuya la tasa de interés. De acuerdo con Galindo (2006), la aplicación de la política monetaria por parte del Banco de México asimétrica se ha

---

<sup>34</sup> De acuerdo con Galindo (2006), desde la instrumentación del régimen de metas de inflación ese efecto ha disminuido pero no se ha eliminado por completo.

<sup>35</sup> Galindo Luis Miguel. “Banco de México: política monetaria de metas de inflación”. Revista Economía UNAM. vol. 3, num. 9. agosto 2006.



traducido en una apreciación (sobreevaluación) paulatina del tipo de cambio real con efectos negativos en el crecimiento económico (ver gráfica 9).

## GRÁFICA 9



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

Por lo expuesto hasta aquí hemos podido notar que la política monetaria se ha visto acompañada de una importante reducción de la inflación, pero también de un desempeño económico pobre. Los resultados del análisis mencionado indican que la reducción de la inflación y el bajo crecimiento económico están relacionados a través de los movimientos del tipo de cambio real. Por ejemplo, el tipo de cambio real observado de Enero de 1995 a abril de 2002 se apreció cerca de 50% contribuyendo de esta manera a reducir presiones inflacionarias, sin embargo la misma apreciación del tipo de cambio real incidió negativamente en el nivel de competitividad de la economía y por lo tanto, en el desempeño económico.

## 2.6 CONCLUSIÓN

En los últimos años, el objetivo principal no solo de la política monetaria sino también de la política económica ha sido el control de la inflación.

En 1995 con el abandono del tipo de cambio fijo inicio un periodo de transición hacia la estabilización de la inflación y el reestablecimiento del orden en el mercado financiero.

En ese año, la inflación rebasó el 50%, por ello el objetivo de la política monetaria (y en general de la política económica) fue procurar la estabilidad de precios.

Debido a la necesidad de establecer un ancla nominal visible, en 1995 el Banco de México adoptó como estrategia de política monetaria un límite al crecimiento del crédito interno neto del Banco Central. Este límite se derivó de la estimación del crecimiento de la demanda de base monetaria y del supuesto de una nula acumulación de reservas internacionales. También en ese mismo año, se abandonó el tipo de cambio predeterminado y se transitó a uno flexible. Un régimen de flotación cambiaria facilita el manejo de la política monetaria ya que el tipo de cambio flexible puede ajustarse rápidamente ante choques externos e internos.

La consolidación del proceso de estabilización iniciado en 1996 constituía una condición indispensable para alcanzar un crecimiento económico rápido y sostenido.

En 1997 se introdujo en el Programa Monetario del Banco de México un pronóstico de la evolución diaria de la demanda de base monetaria. Ello para proporcionar a los agentes económicos una referencia que facilitara el seguimiento de la política monetaria.

Si bien la inflación se redujo de 52% en 1995 a menos de 9% en 2000, en dicho lapso la experiencia mostró que en la medida en que la inflación disminuye, la relación entre el dinero y los precios se vuelve más incierta. Por tanto, la utilidad del pronóstico sobre el crecimiento de la demanda de base monetaria como elemento para influir en la formación de las expectativas de inflación y para garantizar el cumplimiento de los objetivos establecidos, se debilitó.

De esta manera, el esquema de la política monetaria se modificó con el fin de incrementar su efectividad y transparencia ante los cambios que experimentó la economía de México. Esta evolución tuvo como resultado una convergencia gradual hacia un esquema de objetivos de inflación a partir de 1998. Como parte de una estrategia de reducción gradual de la inflación, la Junta de Gobierno del Banco de México propuso en 2001 como meta de mediano plazo alcanzar al cierre del año 2003 una inflación de 3 por ciento con un rango de variabilidad de más menos 1 por ciento.

Bajo el esquema de objetivos de inflación, el instrumento principal de la política monetaria fue el “corto”. El Banco de México incrementó el corto ante presiones en el tipo de cambio porque se encarecen las expectativas de inflación. Con la tendencia creciente del corto, el Banco de México envió la señal al sistema bancario de que las tasas de interés internas estaban bajas en comparación con las del exterior, lo cual genera la salida de divisas hacia el exterior. Por ello el “corto”, que sirvió como una señal al sistema bancario para el aumento de las tasas de interés, implicó la postura de política monetaria más restrictiva que afecta al tipo de cambio y a la tasa de interés de corto plazo con efectos en las expectativas de inflación.

El corto fue un instrumento eficaz ya que permitió distribuir el efecto de las perturbaciones externa entre el tipo de cambio y las tasas de interés. Esta ventaja es importante para la economía mexicana, la cuál esta sujeta a gran volatilidad (las variaciones del tipo de cambio se transmiten altamente hacia los precios). También, este instrumento contribuyó significativamente al proceso de desinflación ya que la tasa de interés nominal se modificó en virtud de los cambios de este instrumento.

Durante el periodo 1996-2003, las acciones de la política monetaria en México se fundamentaron en un análisis exhaustivo y continuo de aquellas variables que inciden sobre el comportamiento de la inflación y que sirven para hacer pronósticos del crecimiento de los precios. Cuando este análisis indico que las presiones inflacionarias eran incongruentes con los objetivos, se restringió la política monetaria a través de ampliaciones del “corto”.

Si bien al inicio de su aplicación se logro una reducción acelerada de la inflación y un estímulo a la producción y el empleo, al final del periodo de estudio esta política monetaria tuvo efectos negativos sobre las variables reales.

Dado que el control de la inflación es la principal contribución que el Banco central hace al crecimiento económico, las acciones de política monetaria deben complementarse con un sistema de incentivos a favor de la inversión productiva.

Cabe mencionar que de acuerdo con la Ley del Banco de México, además del control de la inflación, son también finalidades del Banco promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos. Así mismo, en el artículo 28 constitucional se establece que a él le corresponde la regulación de los cambios, la intermediación y los servicios financieros contando con las atribuciones de regulación.

## CAPÍTULO III. POLÍTICA MONERIA EN CHILE

### 3.1 BANCO CENTRAL DE CHILE<sup>1</sup>

El banco central de Chile fue creado por el Decreto de Ley No. 486 del 21 de agosto de 1925. Esta iniciativa formaba parte de una reforma total del sistema financiero y bancario chileno. Dicha reforma estaba constituida por otros tres proyectos que básicamente se referían a la ley monetaria, la cual buscaba estabilizar el valor de la moneda y establecer el patrón oro como base de la unidad monetaria del país, la creación del Banco Central de Chile y la promulgación de la ley general de bancos y la ley orgánica del presupuesto. Fue hasta el lunes 11 de enero de 1926 en Banco Central de Chile comenzó a operar.

Los objetivos del Banco Central eran esencialmente de carácter monetario: velar por la estabilidad de la moneda bajo el régimen de convertibilidad del peso en oro, la que continuó hasta fines de 1931 cuando la reducción de las exportaciones y la disminución de la entrada de capitales llevaron a suspenderla, y, regular el dinero en circulación de acuerdo a las necesidades del mercado monetario, para ello, se le asignó exclusivamente al Banco la facultad de emitir billetes. El banco Central estaba obligado a mantener reservas en oro equivalentes por lo menos al 50% de su emisión ya que de lo contrario incurría en una multa de beneficio fiscal proporcional al déficit.

En 1953, la segunda Ley orgánica del banco central le asignó al Banco un papel más activo en la promoción del desarrollo económico mediante la concesión de préstamos al fisco y a los organismos estatales. Se trataba básicamente de promover el desarrollo de la economía nacional mediante una política monetaria y crediticia que, procurando evitar tendencias inflacionistas o depresivas, permitiría el mayor aprovechamiento de los recursos productivos del país. La entrada en vigor de esta nueva ley fue acompañada de una acelerada inflación que prosiguió hasta fines de los setenta con la utilización del tipo de cambio nominal como herramienta de estabilización y de fijación.

---

<sup>1</sup> Semblanza histórica del Banco Central de Chile.

El 30 de marzo de 1960 se promulgó la tercera ley orgánica del Banco Central. Esta nueva ley mantuvo el mismo objetivo asignado al Banco Central en la legislación anterior, pero se ampliaron las facultades del Banco en lo relativo al control del crédito y a la fijación del encaje y sus modalidades. En esa misma fecha, se fusionó el Banco Central de Chile con la Comisión de Cambios Internacionales, con lo cual el Comité Ejecutivo del Banco Central pasó a tener también la facultad de dictar las normas generales aplicables al comercio exterior y a las operaciones de cambios internacionales.

Mediante la cuarta ley orgánica del Banco Central promulgada el 28 de junio de 1975 se estableció lo siguiente<sup>2</sup>:

- a) La creación del Consejo Monetario, órgano de nivel ministerial, encargado de fijar la política monetaria, crediticia, de mercado de capitales, de comercio exterior y arancelaria, de cambios internacionales y de ahorro, en conformidad con las normas del Poder Ejecutivo.
  
- b) El Banco Central pasa a ser una institución autónoma de derecho público, que sólo puede realizar las operaciones para las cuales está facultado, rigiéndose por lo previsto en su ley orgánica, y por las normas del sector privado.
  
- c) El objetivo del Banco Central es propiciar al desarrollo ordenado y progresivo de la economía nacional, mediante las políticas monetaria, crediticia, de mercado de capitales, de comercio exterior y cambios internacionales, de ahorro y demás que le sean encomendadas por ley.
  
- d) Se dota al Banco Central de un capital propio, el que deja de estar dividido en acciones clase A (Fisco), B (bancos nacionales), C (sucursales de bancos extranjeros) y D (público).
  
- e) Se contempla expresamente la facultad del Banco Central para conceder créditos al Fisco en virtud de que los créditos que se otorgaran dentro de un año calendario, no podrían exceder del límite máximo de endeudamiento fiscal con el Banco fijado por el Consejo Monetario para ese mismo año.

---

<sup>2</sup> Ibid.

En 1979 esta ley orgánica se modificó al establecer que el Banco sólo puede efectuar operaciones con las entidades financieras públicas o privadas, no puede financiar directa o indirectamente ningún gasto público o préstamo, salvo en caso de guerra o peligro de ella, lo que debe calificar el Consejo de Seguridad Nacional.

### 3.1.1 OBJETIVOS

La ley orgánica Constitucional del Banco Central de Chile (BCCh) de 1989 vigente otorga autonomía técnica y patrimonial a esta institución y establece como sus principales objetivos, los siguientes: preservar la estabilidad del valor de la moneda y cuidar el normal funcionamiento de los pagos internos y externos<sup>3</sup>. De acuerdo con dicha Ley, para el logro de estos objetivos, es necesaria una adecuada preservación de los equilibrios macroeconómicos en la formulación de la política monetaria.

#### Estabilidad de la moneda

La Ley Orgánica constitucional actual del Banco Central de Chile establece, en el artículo 3°, que uno de los objetivos principales del Banco es velar por la estabilidad de la moneda. Ello implica evitar que el valor de la moneda se deprecie por efectos de la inflación. De esta manera, el Banco Central debe procurar una inflación sea baja y estable.

La importancia de este objetivo radica en los costos que provoca la inflación. Por un lado, una mayor inflación tiende a distorsionar el sistema de precios en la economía, y por ende no permite asignar eficientemente los recursos. Por otro lado, desde una perspectiva distributiva, la inflación tiende a perjudicar a aquellos que mantienen la mayor parte de su dinero en forma líquida, es decir, los más pobres produciendo efectos negativos sobre el nivel de actividad económica y sobre el bienestar de la población.

De esta manera, el BCCh tiene atribuciones como la regulación de la cantidad de dinero y de crédito en circulación y la promulgación de normas en materia monetaria.

---

<sup>3</sup> Banco Central de Chile.

Una de las causas de la inflación ha sido el financiamiento del gasto público por parte del BCCh. Por ello, el artículo 98° de la Constitución, establece que el Banco sólo puede efectuar operaciones con las entidades financieras públicas o privadas, y que no puede financiar directa o indirectamente ningún gasto público o préstamo, salvo en caso de guerra exterior o peligro de ella.

#### Normal funcionamiento de los pagos internos

El artículo 3° de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile establece como segundo objetivo básico, el velar por el normal funcionamiento de los pagos internos. Los pagos internos son el conjunto de instituciones e instrumentos que facilitan la realización de transacciones en la economía. Básicamente están constituidos por el dinero en circulación y los depósitos a la vista en los bancos comerciales. Una falla en su normal funcionamiento afectaría todo el sistema de pagos, con graves daños reales para la economía.

En efecto, los bancos invierten los recursos provenientes de depósitos a la vista o los que aceptan del público ahorrador, en activos de menor liquidez, es decir, en activos de más largo plazo. Si todos esos depósitos fueran retirados simultáneamente, los bancos enfrentarían un problema de liquidez produciéndose un clima de desconfianza en el sistema financiero, y en general, uno de solvencia del sistema bancario.

Para evitar esto, la Ley Orgánica Constitucional confiere al BCCh las atribuciones para actuar como “prestamista de última instancia”, es decir, para proveer de liquidez a aquellas instituciones con problemas de insolvencia. En caso de declararse la liquidación forzosa de una institución bancaria, los depósitos y obligaciones a la vista se pagarán con los recursos que se encuentren en caja, depositados en el Banco Central o de reserva técnica. De esta forma, los depósitos a la vista están totalmente garantizados. Es si como el BCCh mantiene en funcionamiento el sistema de pagos proveyendo los fondos que hagan falta para hacer frente a las obligaciones a la vista de la institución bancaria en problemas.

Además, se le entregan facultades regulatorias en relación con el sistema financiero, principalmente en aquellos aspectos relacionados con el sistema de pagos, tales como las tasas de encaje a los depósitos, la facultad de autorizar a los bancarios para pagar intereses



por las cuentas corrientes; y, la facultad de autorizar a los bancos para otorgar créditos en relación con las cuentas corrientes y para consentir sobregiros en las mismas.

#### Normal funcionamiento de los pagos externos

El tercer objetivo que establece la Ley Orgánica Constitucional en el artículo 3° es que el Banco Central de Chile debe velar por el normal funcionamiento de los pagos externos. Entendiéndose por pagos externos el conjunto de transacciones que los residentes de un país realizan con no residentes y que se registran en la balanza de pagos. De esta manera, el velar por su normal funcionamiento significa evitar crisis de balanza de pagos que interrumpan dichas transacciones.

La importancia de cumplir con este objetivo radica en que economía de Chile, está abierta al comercio internacional de bienes, servicios y activos. Una parte importante de la producción nacional se exporta, a la vez que una parte importante de los insumos y bienes de capital necesarios para la producción interna se importa desde el resto del mundo. Además, la economía chilena está integrada financieramente a la economía mundial, con el consiguiente alto intercambio de activos financieros entre nacionales y extranjeros. Si por un problema de financiamiento estas transacciones entre residentes y no residentes se interrumpieran, se produciría un grave daño a la economía nacional.

Con este objetivo, la ley faculta al Banco Central de Chile para determinar la política cambiaria del país. Actualmente, esto se traduce en que el mercado determina el tipo de cambio de referencia, en un contexto de flotación cambiaria libre. Sin embargo, el BCCh este tiene facultades para intervenir en circunstancias excepcionales en el mercado cambiario. Desde abril de 2001, cuando se eliminaron las últimas restricciones cambiarias<sup>4</sup>, existe plena libertad para realizar operaciones cambiarias y de movimientos de capitales internacionales.

De acuerdo con el BCCh, la Ley Orgánica de 1989 significó un cambio importante en sus funciones, éstas evolucionaron desde un enfoque principalmente de control y regulación hacia otro de supervisión general y de fijación de políticas.

---

<sup>4</sup> Ibid.

### 3.1.2 FUNCIONES Y FACULTADES

Para cumplir con sus objetivos, el Banco Central de Chile dispone de las siguientes funciones y atribuciones operacionales<sup>5</sup>:

1. Emisión. De acuerdo al artículo 28 de su Ley orgánica, el BCCh tiene la facultad exclusiva para emitir billetes y acuñar monedas. Siendo ambos los únicos medios de pago de curso legal en todo el país.

2. Regulación de la cantidad de dinero en circulación y de crédito. El BCCh puede abrir líneas de crédito, otorgar refinanciamiento y realizar operaciones de descuento y redescuento de documentos negociables en moneda nacional o extranjera con las instituciones bancarias; fijar las tasas de encaje que deben mantener las instituciones de banca y crédito en proporción a sus depósitos y obligaciones; ceder y adquirir de las instituciones bancarias documentos de su cartera de colocaciones o de inversiones y finalmente, realizar operaciones de mercado abierto.

3. Regulación del sistema financiero y del mercado de capitales. Regular las captaciones de fondos del público por parte de los bancos, sociedades financieras y cooperativas de ahorro y crédito; fijar los intereses máximos que puedan pagar las mismas entidades sobre depósitos a la vista; fijar las relaciones entre las operaciones activas y pasivas de los bancos, sociedades financieras y cooperativas de ahorro y crédito; y reglamentar el funcionamiento de las cámaras compensadoras.

4. Facultades para procurar la estabilidad del sistema financiero. Conceder a los bancos y sociedades financieras créditos por un plazo no superior a noventa días, cuando éstas presenten problemas derivados de una falta transitoria de liquidez (función de prestamista de última instancia que corresponde a los bancos centrales).

5. Funciones del Banco como agente fiscal. El BCCh, a solicitud del Ministro de Hacienda, puede actuar como agente fiscal en la contratación de créditos externos e internos.

---

<sup>5</sup> Ibid.

6. Atribuciones en materia internacional. Participar y operar con los organismos financieros extranjeros o internacionales; contratar toda clase de créditos en el exterior; colocar títulos en el extranjero; conceder créditos a estados, bancos centrales, entidades bancarias o financieras extranjeras o internacionales cuando dichos créditos tengan por objeto facilitar el cumplimiento de los objetivos del BCCh y, administrar sus reservas internacionales.

7. Facultades en materia de operaciones de cambios internacionales. Formular y administrar las políticas cambiarias. Las políticas de comercio exterior corresponden al Presidente de la República, son implementadas a través de diversos ministerios y el Servicio Nacional de Aduanas. Sin embargo, el Banco Central mantiene sistemas de información de las operaciones de comercio exterior en relación con sus implicancias cambiarias.

8. Funciones estadísticas. Publicar oportunamente las principales estadísticas macroeconómicas nacionales (de carácter monetario y cambiario, de balanza de pagos y las cuentas nacionales).

#### Consejo del Banco Central

La autoridad máxima del Banco Central es el Consejo del Banco Central, de acuerdo al artículo 6 de la ley Orgánica este tiene a su cargo la dirección y administración del BCCh. Es importante mencionar que el Consejo, al adoptar sus acuerdos, tiene presente la orientación general de la política económica del Gobierno.

En cuanto a su constitución, según el Artículo 7 *“El Consejo estará constituido por cinco consejeros, designados por el Presidente de la República, mediante decreto supremo expedido a través del Ministerio de Hacienda, previo acuerdo del Senado”*.

Los miembros del Consejo duran diez años en su cargo, pueden ser designados para nuevos períodos, y se renuevan a razón de uno cada dos años. El Presidente del Consejo, lo es también del BCCh, y es designado por el Presidente de la República de entre los miembros del Consejo. Dura cinco años en este cargo y puede ser designado para nuevos períodos. De entre los miembros del Consejo también se elige a la persona que se desempeña como Vicepresidente del mismo y del Banco. El Vicepresidente permanece en este cargo por el tiempo que señale el Consejo y puede ser reelegido o removido por dicho órgano.

El Consejo sólo puede iniciar sesión con la asistencia de al menos tres de sus miembros, y sus acuerdos sin aprobados con el voto favorable de la mayoría de sus asistentes. En caso de empate, decide el voto del presidente del Consejo.

El Presidente de la República, previo consentimiento del Senado, puede destituir al consejero que se desempeñe como presidente del Consejo (y del BCCh) a petición de al menos tres de sus miembros en razón de incumplimiento de las políticas adoptadas o de las normas impartidas por el Consejo. El Presidente de la República, también previo consentimiento del Senado, está facultado para remover a alguno o a la totalidad de los miembros del Consejo, en el caso de que dicho consejero haya votado favorablemente acuerdos del BCCh que impliquen el incumplimiento de su objeto y siempre que dicho acuerdo haya sido la causa principal de un daño significativo a la economía del país.

Además, existe un gerente general quien está encargado de la administración del BCCh, un fiscal quien vigila que los acuerdos, resoluciones y contratos del Banco se ajusten a derecho, y el revisor general quien inspecciona y fiscaliza las cuentas, operaciones y normas del Banco. Tanto el gerente general como el fiscal tienen derecho a voz en las sesiones del Consejo.

La ley incluye diversos mecanismos para que haya coordinación entre la política monetaria y la política fiscal. Según el artículo 6° el Banco Central debe *“tener presente la orientación general de la política económica del Gobierno”*. Además, el Ministro de Hacienda participa con derecho a voz en las reuniones del consejo.

### 3.1.3 AUTONOMÍA DEL BCCH

La necesidad de contar con un banco central autónomo se fundamenta en la estabilidad derivada de las políticas monetaria y cambiaria más independientes del ciclo político. Sin embargo, ello no implica que no actúen en coordinación con la orientación general de la política económica y que no mantengan intercambio de información con las autoridades del Poder Ejecutivo.

En el artículo 97° del capítulo XII de la actual Constitución Política de Chile estableció la existencia de un Banco Central autónomo. El concepto de autonomía lo definió como un organismo con patrimonio propio, de carácter técnico y cuya composición, organización, funciones y atribuciones debían quedar determinadas mediante una Ley Orgánica Constitucional. Respecto del carácter técnico de la autonomía del Banco Central, ésta se refiere a la capacidad de establecer sus propios acuerdos y adoptar sus propias decisiones técnicas en el ejercicio de sus atribuciones. Desde el punto de vista patrimonial, el Banco Central también goza de autonomía, dado que la ley lo dotó de patrimonio propio, y de atribuciones para ser administrado con independencia del Poder Ejecutivo.

De acuerdo con lo anterior, en diciembre de 1989 se publicó la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile. Dada la autonomía que le confirió la ley, el Banco Central no está sujeto a la fiscalización de la Contraloría General de la República ni de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Tampoco forma parte de la Administración del Estado y se rige exclusivamente por las normas de su propia Ley Orgánica y algunas disposiciones específicas de la Ley General de Actividades Bancarias:

*“Artículo 1°. El Banco Central de Chile es un organismo autónomo, de rango constitucional, de carácter técnico, con personalidad jurídica, patrimonio propio y duración indefinida. Esta ley establece su organización, composición, funciones y atribuciones.*

*Artículo 2°. El Banco, en el ejercicio de sus funciones y atribuciones, se regirá exclusivamente por las normas de esta ley orgánica y no le serán aplicables, para ningún efecto legal, las disposiciones generales o especiales, dictadas o que se dicten para el sector público.”*

#### 3.1.4 TRANSPARENCIA Y COMUNICACIÓN

Los cambios en la política monetaria se transmiten al resto de la economía a través de sus efectos sobre las tasas de interés de mercado, los precios de los activos y el tipo de cambio. Estos efectos afectan la inflación conforme las expectativas del mercado se alinien adecuadamente, para lo cual es muy importante la claridad que exista respecto de la forma que tomará la política monetaria en el futuro. Esto requiere de una gran transparencia respecto

a lo que busca la autoridad monetaria con sus políticas y a la manera en que el BCCh realiza su diagnóstico de la situación de la economía y la proyecta el futuro.<sup>6</sup>

Es decir, la política monetaria tiene más éxito en alcanzar la meta de inflación si el público y los mercados financieros comprenden los factores que afectan la inflación y la evaluación que realiza el Banco Central de aquellos factores, así como las medidas de política que adopta la autoridad monetaria. Un compromiso creíble con la estabilidad de precios no sólo logra reducir la inflación, sino que a medida que aumenta la credibilidad, la incertidumbre acerca de la inflación futura disminuye, con lo cual se pueden observar tasas de interés en promedio más bajas, lo cual favorece la inversión y, a la larga, el crecimiento<sup>7</sup>. Además, una mayor confianza en que la inflación está bajo control genera menos sensibilidad ante factores inesperados que pueden afectar la inflación. Esto permite que un ajuste leve en la política monetaria sea suficiente para evitar que se desalineen las expectativas, lo cual contribuye a una mayor estabilidad económica.

La transparencia juega un papel clave en la conducción de las políticas del BCCh. Este da a conocer sus acciones tanto al Presidente de la República como al Senado. De acuerdo con el BCCh, las reuniones del Consejo con la Comisión de Hacienda del Senado son fundamentales para mantener a la sociedad informada y hacerla participe de la discusión y conducción macroeconómica.

Las decisiones de política se toman en reuniones mensuales, las cuales son anunciadas públicamente con seis meses de anticipación. Si es necesario también hay reuniones extraordinarias para la toma de decisiones. Las decisiones de política son tomadas por votación simple de los consejeros presentes en la reunión, teniendo el Presidente del Banco Central la facultad de dirimir en caso de empate. Se faculta al Ministro de Hacienda para asistir a las sesiones del Consejo del Banco Central, otorgándole derecho a voz en las deliberaciones. Transcurrido el plazo señalado y manteniéndose la mayoría de los Consejeros a favor de la medida, la decisión del Consejo entra en vigencia con la sola publicación del acuerdo en el Diario Oficial.

---

<sup>6</sup> Política monetaria del Banco Central de Chile: Objetivos y transmisión. Publicación del Banco Central de Chile. Mayo 2000. p. 7.

<sup>7</sup> Ibid.

Las minutas de estas reuniones se hacen públicas el quinto día hábil bancario anterior a la fecha fijada para la Reunión de Política Monetaria siguiente, o el décimo quinto día posterior a la fecha de la sesión respectiva, en caso que no hayan transcurrido quince días desde la última sesión de Política Monetaria. El voto de cada uno de los Consejeros sobre los acuerdos adoptados se incorpora a la minuta una vez transcurridos cuarenta y cinco días desde la celebración de la sesión a que corresponde dicha minuta.

Otro elemento significativo en la transparencia de las políticas seguidas por el Banco Central es la publicación, de un Informe de Estabilidad Financiera, y a partir de mayo del 2000 de un informe de política monetaria. Cada cuatro meses (enero, mayo y septiembre) este último documento presenta la evolución pasada de la inflación, un escenario base con pronósticos explícitos de inflación futura y una declaración sobre los riesgos que el Consejo del BCCh percibe que pueden afectar el escenario base en el horizonte de los siguientes 12 a 24 meses. A través del Informe de Estabilidad Financiera, de publicación semestral, el Banco identifica los riesgos y vulnerabilidades del sistema financiero.

Los objetivos del Informe de Política Monetaria son: (a) apoyar el proceso de formulación de la política monetaria del Consejo del Banco Central, con un marco de análisis de mediano plazo; (b) informar y explicar al público general la visión del Consejo sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus consecuencias para la conducción de la política monetaria; y (c) orientar las expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura esperada de la inflación y del producto.

De acuerdo con el BCCh este alto grado de transparencia permite centrarse en proyecciones de inflación que se convierten eventualmente en una meta intermedia por sí mismas. Como los pronósticos son armonizados con las expectativas del mercado, la credibilidad pasa a depender más de si el Banco Central reacciona a tiempo y de manera apropiada ante un cambio en estos pronósticos de inflación, que de si se alcanza una meta específica en una fecha determinada.

### 3.2 OBJETIVOS E INSTRUMENTOS POLÍTICA MONETARIA

#### Estabilidad de precios

La Ley Orgánica del Banco Central de Chile (vigente desde 1989) en su artículo 3 establece como objetivo principal procurar la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Para cumplir con este propósito, la ley otorga al Banco Central atribuciones para encargarse de regular la cantidad de dinero y de crédito en circulación, de ejecutar operaciones de créditos y cambios internacionales, y de dictar normas en materias monetarias, crediticias, financieras y cambiarias.

Para procurar el valor de la moneda, el BCCh controla la inflación de manera que ésta permanezca estable y en niveles bajos. Es así como contribuye al objetivo más amplio de encaminar a la economía nacional al crecimiento sostenido y de pleno empleo al generar confianza en el futuro la cual se asocia a la estabilidad de precios.

De acuerdo con el BCCh la mayor contribución del Banco Central al crecimiento económico radica la estabilidad de precios ya que el clima de confianza generado por la estabilidad de precios, incentiva el ahorro, la inversión y las ganancias de productividad. Además, una inflación baja y estable es beneficiosa desde un punto de vista distributivo porque protege el ingreso de los sectores más indefensos de la sociedad.

#### Meta rango de inflación

La preocupación del Banco Central por la estabilidad de precios se ha traducido en la adopción de un esquema de meta de inflación utilizado parcialmente desde su anuncio en 1990 y adoptado en plenitud a partir de septiembre de 1999, junto con un régimen de tipo de cambio flexible.

A partir del año 2001, el Banco Central ha orientado su política monetaria en mantener la inflación a través del tiempo (2 años) en un *rango* entre 2 y 4% anual. Esto significa que la política monetaria se orienta a que la variación promedio y esperada del IPC sea cercana a 3%



anual. El valor central de este rango, 3%, constituye la meta operacional que guía a la política monetaria en el mediano plazo de dos años.

De acuerdo con el BCCh tanto este valor central como el rango en torno a él, representan adecuadamente el concepto de estabilidad de precios en las circunstancias de la economía chilena durante el periodo. A pesar de que se ubican por encima de las tasas medias de inflación observadas en economías desarrolladas (entre 1 y 3%), el rango de 2 a 4% toma en cuenta un grado de inercia inflacionaria que se deriva del uso extendido de prácticas indizatorias (respecto de la inflación pasada) en diversos mercados.

La meta operacional de mediano plazo se define en términos de la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC).<sup>8</sup> Para efectos de la meta de inflación, se considera una medida de la inflación que excluye las presiones de costos, como lo hace el IPC subyacente.

Las desviaciones transitorias de la inflación de tendencia respecto del valor central del rango (3%) son tolerables, pero sólo en la medida en que se mantengan dentro de los límites establecidos, y que con seguridad pueda esperarse que, en un lapso prudente, la inflación retornará a 3%. Es decir, tanto el límite superior como el límite inferior del rango no constituyen metas como tales.

De esta manera, incluso si la inflación se encuentra en un momento dado dentro del rango definido en la meta de inflación, puede ser necesario actuar preventivamente para evitar desviaciones futuras de la inflación de tendencia respecto de ese rango. Pero también movimientos de la inflación puntualmente fuera de este rango podrían no requerir acciones de política si existe una presunción fundada de que son de muy corta duración y que no arriesgan desanclar la inflación de tendencia. De cualquier manera, se requiere actuar preventivamente

---

<sup>8</sup> Dado que este indicador puede mostrar alta volatilidad mes con mes, para interpretar la información de precios periódicamente y a corto plazo (hasta 12 meses), el Banco Central centra su atención en la variación del IPC subyacente (el índice total excluyendo verduras, frutas y combustibles) que registra el Instituto Nacional de Estadísticas, INE. Para proyectar la evolución de la tendencia de la inflación en un horizonte de mediano plazo, entre 12 y 24 meses, se usa el índice general. Al respecto, el BCCh argumenta que a largo plazo, como el horizonte actual de 12 a 24 meses del esquema de política monetaria, la diferencia entre el IPC total e IPC subyacente tiende a desaparecer. Pero en el análisis de corto plazo, dichas diferencias pueden llevar a confusiones entre los agentes. Si la política monetaria acomodara todas las reacciones frente a presiones específicas de costos, se caería en la vieja trampa de la espiral precios-salarios a impulsos de la indización y de las reacciones de cada sector que cree tener un grado de poder monopólico sobre el mercado.

tanto si la proyección de la inflación de tendencia amenaza con ir por encima de 4 % como si lo hace por debajo de 2%.

Para la política monetaria bajo el esquema de metas de inflación lo relevante son las tendencias en el horizonte de mediano plazo y la política se decide de acuerdo a estas tendencias, entregando las señales apropiadas al mercado. Finalmente, el nivel de inflación depende de la política monetaria y de las expectativas de los agentes, es decir, de la credibilidad que tengan los objetivos fijados por el banco central. Por esta razón, el Consejo del BCCCh ha incrementado el nivel de información que entrega al mercado sobre las tendencias de mediano plazo de la tasa de inflación, y las probabilidades que la inflación observada se aparte de dichas tendencias.

El principal mérito de este régimen es que, si bien restringe la discrecionalidad de la autoridad monetaria, permite implementar políticas de estabilización. Un régimen de metas de inflación establece objetivos específicos, otorgando al Banco Central la libertad para utilizar los instrumentos y políticas necesarios en la consecución de los mismos. De acuerdo con el BCCCh la política monetaria también puede cumplir un rol en la estabilización del producto en el corto plazo, mientras sea coherente con alcanzar la meta de inflación en el mediano plazo.

#### Instrumentos de la política monetaria

Para lograr que la tasa interbancaria se sitúe en el nivel deseado, valor conocido como tasa de política monetaria (TPM)<sup>9</sup>, el Banco Central regula la liquidez del sistema financiero, entendiéndose por liquidez del mercado financiero el nivel de encaje mantenido por parte de los bancos e instituciones financieras por arriba del monto de encaje mínimo exigido. El encaje o reserva consta ya sea en billetes y monedas en caja o depositados en cuenta corriente en el Banco Central, por el equivalente al 9% de los depósitos vista y al 3,6% de los depósitos a plazo.

---

<sup>9</sup> La tasa de política monetaria (TPM), es la tasa de interés objetivo para las operaciones interbancarias que el Banco Central procura lograr mediante sus instrumentos de política monetaria: operaciones de mercado abierto, facilidades de crédito y depósito.

El Banco Central regula la liquidez a través de de varios instrumentos<sup>10</sup>: operaciones de mercado abierto, compra-venta de pagarés de corto plazo, y líneas de créditos y depósitos de liquidez. Dentro de las herramientas, también se encuentra el encaje bancario sobre los depósitos, aunque en la práctica el Banco Central no lo utiliza como instrumento activo de política monetaria.

### 1. Operaciones de mercado abierto

El principal instrumento operativo de la política monetaria son las operaciones de mercado abierto. El Banco Central las realiza administrando mes a mes los cupos de licitaciones de sus propios títulos de deuda y colocando o sustrayendo liquidez del mercado interbancario de muy corto plazo, según sea necesario (operaciones de repo y anti-repo), con el objeto de estabilizar la tasa de interés interbancaria (a un día) en torno a su objetivo, la tasa de interés de política.

Las operaciones de mercado abierto se realizan fundamentalmente a través de subastas periódicas de pagarés emitidos por el Banco Central. Se trata de Pagarés Reajustables a 90 días (PRBC 90), Pagarés Descontables a 42, 90 y 360 días (PDBC 42, PDBC90 y PDBC360) y Pagarés Reajustables con Cupones a 8, 10, 12, 14 y 20 años (PRC8, PRC10, PRC12, PRC14 y PRC20). En estas subastas pueden participar los bancos e instituciones financieras, administradoras de fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos mutuos<sup>11</sup>.

### 2. Compra-venta de pagarés de corto plazo

Las subastas de pagarés se efectúan con precio único por subasta, es decir, la tasa de corte se hace extensiva a todos los participantes en la subasta que fueron adjudicados. Lo anterior incentiva la competencia entre los participantes en las subastas y tiende a reflejar más adecuadamente las condiciones del mercado. En el caso que se produzcan desviaciones en la tasa interbancaria (promedio) con relación a la tasa de política debido, por ejemplo, a un menor nivel de liquidez al demandado, se procede a inyectar liquidez para hacer disminuir la tasa interbancaria y hacerla converger a la TPM. Esta inyección de liquidez se hace, generalmente, mediante compras de pagarés con pacto de readquisición (REPO) a un día

---

<sup>10</sup> Banco Central de Chile.

<sup>11</sup> Ibid.

plazo. En la situación inversa, cuando se genera un exceso de liquidez y la tasa interbancaria tiende a ubicarse por debajo de la tasa objetivo, se retira el exceso transitorio mediante la venta de pagarés de corto plazo.

### 3. Líneas de créditos y depósitos de liquidez

A través de la línea de crédito de liquidez, el Banco Central otorga a las instituciones financieras préstamos a un día<sup>12</sup>, sin colateral, en montos limitados y por tramos de tasas de interés. En el año 2000, la tasa del primero de los tres tramos la línea de crédito de liquidez estaba fijada al mismo nivel de la TPM, la del segundo tramo en 200 puntos base sobre la TPM, mientras que el tercero en 400 puntos base sobre ésta.

Asimismo, el depósito de liquidez permite a las instituciones financieras depositar, por un día, excedentes transitorios de liquidez en el Banco Central y obtener un retorno mínimo. En ese, mismo año, esta tasa estaba fijada en 100 puntos base por debajo de la TPM y en la práctica constituye un piso para la tasa de interés interbancaria.

Con el fin de regular adecuadamente la liquidez del sistema financiero, el Banco Central elabora un programa de caja que cubre el período de medición de la exigencia de encaje, esto es, desde el día nueve de cada mes hasta el día ocho del mes siguiente. Con el objeto de incentivar una menor volatilidad en el nivel de cumplimiento del encaje de los bancos y, por tanto, en la tasa de interés interbancaria, existe también una exigencia intermedia de encaje al día 23 de cada mes, fecha en la cual los bancos deben haber cumplido con al menos 90% del encaje exigido.

Para elaborar este programa de caja, se proyectan tanto la oferta como la demanda de reservas bancarias (billetes y monedas en poder de los bancos y saldos en las cuentas corrientes de los bancos en el Banco Central). La demanda depende básicamente de las tasas de encaje y de la evolución prevista tanto de los depósitos a la vista y a plazo como del comportamiento del circulante en poder del público. La oferta de reservas bancarias depende del comportamiento del circulante en poder del público y de las principales fuentes de emisión, entre las cuales

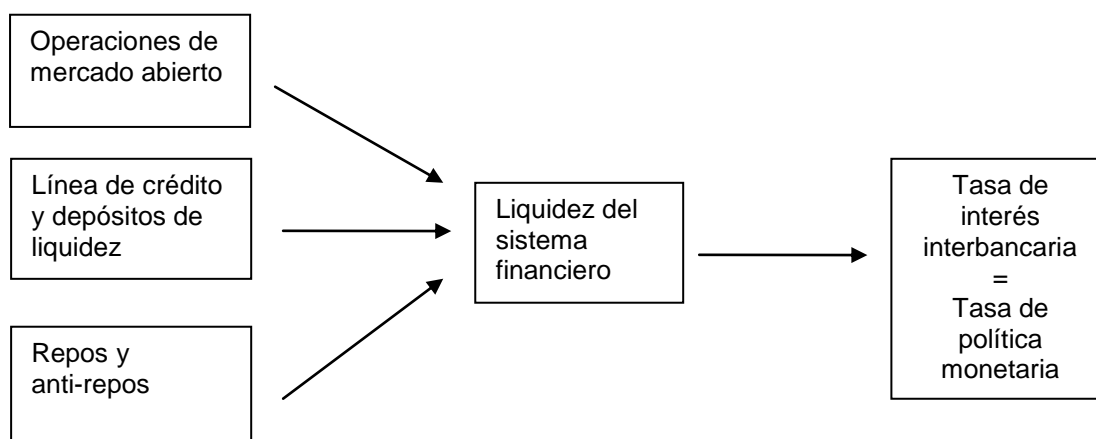
---

<sup>12</sup> Las operaciones de compra con pacto de retro venta (repo) y ventas de documentos de corto plazo (anti-repos) se realizan generalmente a un día, para evitar desviaciones puntuales de la tasa de interés interbancaria de su nivel objetivo.

destacan los vencimientos de pagarés licitados en períodos anteriores, y de otras fuentes de expansión monetaria que tienen un carácter más autónomo y que es necesario proyectar. Dentro de estas operaciones se incluyen eventuales compras o ventas de dólares en el sistema financiero por parte del Banco Central y las operaciones financieras del Fisco que tienen efecto monetario.

Una vez determinadas la oferta y la demanda por reservas bancarias, se establecen los montos de pagarés a ser licitados por el Banco Central y el calendario de licitaciones se entrega al público el día previo al inicio de un nuevo período de encaje. A la proyección de la liquidez se le hace un seguimiento diario para efectuar, cuando sea necesario, las operaciones de ajuste más fino de las reservas bancarias, mediante las ya señaladas transacciones REPO o ventas extraordinarias de pagarés de corto plazo.

#### DIAGRAMA 2 INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA



FUENTE: Massad Carlos. Implementación de la política monetaria en Chile. Boletín del Cempla. Jul-Ago 2000.

En resumen mediante la línea de crédito de liquidez el Banco Central de Chile otorga préstamos a las instituciones financieras a tasas de interés y montos conocidos; el depósito de liquidez opera mediante una ventanilla en la cual las instituciones financieras pueden depositar sus excedentes de liquidez diarios. Actualmente la tasa de interés pagada sobre estos depósitos está fijada en 100 puntos base por debajo de la TPM.

Las tasas de interés de línea de crédito de liquidez representan un freno al alza de la tasa de interés interbancaria, mientras que la tasa del depósito de liquidez constituye un piso para

ella. Con estos dos instrumentos se logra establecer un rango por el cual se mueve la tasa de interés interbancaria, movimientos que son rígidos de acuerdo a la tasa de interés de política.

### **3.3 MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN CHILE**

En esta parte del trabajo, se analizan los canales por los cuales las acciones del Banco Central en materia de política monetaria pueden afectar a la economía, con especial interés en su impacto real.

El mecanismo de transmisión va desde el efecto primario de la política monetaria de corto plazo sobre las tasas de interés reales de mercado a diferentes plazos (y que constituye el punto de partida de prácticamente todos los mecanismos descritos en este trabajo), hasta las asimetrías de información entre agentes económicos, quienes juegan un papel central en el llamado canal del crédito.

Antes de analizar cada uno de los mecanismos de transmisión, cabe mencionar que no existe un consenso sobre la forma en que las decisiones de política monetaria se transmiten a los precios y al sector real de economía, en lo referente a la intensidad, efectividad y eficiencia de tal transmisión ya que los cambios estructurales tecnológicos, financieros, institucionales, y el propio esquema de política, impactan la transmisión monetaria. También, la forma en que se transmite la política monetaria depende de manera crucial de la capacidad de la autoridad para poder distinguir los cambios que se producen en los parámetros asociados a la transmisión; y, consecuencias que esta política puede tener sobre la actividad económica y el empleo a corto y mediano plazo, surgen de los distintos canales por los cuales se transmiten los cambios en la política monetaria hasta llegar a afectar la inflación.

Es importante notar que el BCCh reconoce que si por ejemplo, la política monetaria es efectiva en cuanto a suavizar el ajuste de una economía con restricciones de crédito frente a un shock de demanda adverso, ello constituye una solución, sin embargo, la mejor solución

sería que el mercado financiero fuese mas completo y que la economía se ajustase por sí misma<sup>13</sup>.

La transmisión de los cambios en la política monetaria hacia el resto de la economía se lleva a cabo a través de varios canales y toma un tiempo relativamente largo y variable en materializarse. Desde que cambia la TPM hasta que la inflación reacciona sustancialmente, por el conjunto de canales de transmisión, pueden pasar entre uno y dos años. Este período de tiempo define el lapso prudente que el Banco Central considera como horizonte de la política monetaria. Por ello, las acciones de dicha política se basan en la evolución esperada de la inflación para un plazo de 12 a 24 meses y no necesariamente en su comportamiento presente.

Si bien la política monetaria influye sobre un amplio espectro de variables en el corto plazo, especialmente en aquellas vinculadas a la demanda agregada, sus consecuencias en la oferta agregada y en el crecimiento son prácticamente nulas en el largo plazo: su acción de propiciar un aumento en las tasas de interés nominales de corto plazo para controlar la inflación, frena el consumo y, debido a que reduce el consumo, puede afectar negativamente el crecimiento económico.<sup>14</sup> Por su parte, las tasas de interés reales aumentan afectando negativamente las decisiones de inversión debido al encarecimiento del financiamiento.

En esta dimensión temporal, la influencia de la política monetaria es esencialmente sobre variables nominales, en particular el nivel de precios. Es en este sentido que comúnmente se sostiene que la inflación, definida como la tasa de cambio del nivel de precios es a fin de cuentas un fenómeno monetario.<sup>15</sup>

Los cambios en la política monetaria influyen en la actividad real a corto y mediano plazo mediante los diversos canales por los cuales se transmiten dichos cambios, hasta llegar a afectar a la inflación. Ello implica que el camino por el cual se llega al objetivo de inflación, puede afectar de manera diferente a la actividad económica, al empleo y a las cuentas externas.

---

<sup>13</sup> De acuerdo con el BCCh la pérdida de efectividad de la política puede ser un resultado deseable, si fuera resultado de fenómenos como mayor desarrollo financiero, mejores sistemas de información o estructuras de precios y contratos más flexibles.

<sup>14</sup> Sin embargo puede favorecer la recuperación del valor del peso en el corto plazo debido a que las tasas de interés más altas incentivan la inversión en instrumentos denominados en moneda nacional.

<sup>15</sup> Política monetaria del Banco Central de Chile: Objetivos y Transmisión. Publicación del Banco Central de Chile. Mayo 2000. p. 8.

Diversos estudios sobre el tema han reconocido por lo menos, cuatro canales de transmisión.<sup>16</sup> Algunos de estos canales no son mecanismos independientes, sino más bien procesos simultáneos y, en ocasiones complementarios. De manera que los estudios empíricos respecto del impacto de las tasas de interés sobre el producto y la inflación son, una combinación entre el canal de transmisión más habitual (tasa de interés de política a tasas de interés de mercado, a decisiones de consumo e inversión, a actividad económica y a inflación) y el efecto neto de todos los mecanismos, sin determinar cuál es su importancia relativa.

#### Efecto directo de la tasa de interés

Este es el mecanismo tradicional, que se usa como marco general para representar el efecto de todos los canales. En este primer canal, el Banco Central no fija por decreto su tasa de política, sino que anuncia respecto de ella un objetivo operativo que intenta sostener por medio de operaciones de mercado abierto y otros instrumentos operativos con los propios bancos comerciales. En otras palabras, inyecta o retira liquidez, a veces con frecuencia diaria y con títulos de muy corto plazo, de modo que la tasa interbancaria se ubique alrededor de la tasa de política.

El efecto cuantitativo que un cambio en la tasa de política tiene sobre otras tasas de interés de largo plazo, y sobre los mercados financieros en general, depende de hasta qué punto fue anticipado este cambio de política y cómo afecta las expectativas sobre políticas futuras. De hecho, el efecto puede ocurrir cuando cambian las expectativas del mercado sobre las políticas y no cuando lo haga la tasa de política en sí misma.<sup>17</sup>

El banco central provoca, mediante variaciones en la cantidad de dinero, cambios en la tasa de interés nominal que, dada alguna rigidez en el mecanismo de ajuste de la economía, se traducen en variaciones de la tasa de interés real con efectos sobre el consumo y la inversión y, por consiguiente, sobre el nivel de producto y los precios. Así, por ejemplo, una política monetaria más restrictiva, que se refleja en un aumento en la tasa de interés de política, incide en un menor gasto privado en inversión y consumo y, por esa vía afecta a la brecha entre la demanda agregada y el producto potencial y, finalmente, a la inflación.

---

<sup>16</sup> Ibid.

<sup>17</sup> Ibid. p. 10.



La efectividad de la política monetaria depende no sólo de su capacidad de afectar la tasa de interés real, sino también de la sensibilidad del consumo y la inversión frente a esta variable. De acuerdo con el BCCh, la elasticidad de la demanda agregada a la tasa de interés es la que determina la forma, velocidad e intensidad del efecto de la política monetaria sobre la economía. De esta manera, la política monetaria será más efectiva en la medida que pueda afectar, con el manejo de una tasa de interés de muy corto plazo toda la tasa de interés de más largo plazo, relevante para las decisiones de inversión y de consumo de bienes durables.

La propagación de las acciones de política a lo largo de la estructura de tasas depende de factores tales como la estructura de los mercados financieros y el estado de las expectativas. Por ejemplo, en un mercado financiero poco desarrollado, el control (directo e indirecto) de la autoridad monetaria sobre las tasas de los demás instrumentos puede ser muy fuerte, facilitando así la transmisión de sus decisiones de política. El movimiento de la tasa de interés puede también ser interpretado por el mercado como una señal respecto de la conducta futura de la política monetaria, reaccionando las tasas de modo que refleja esa perspectiva. Una baja en la tasa de interés, por ejemplo, puede interpretarse como un factor que hará aumentar la inflación en el futuro. Como se espera que ese aumento de la inflación sea contrarrestado con una política monetaria contractiva, las tasas de largo plazo pueden terminar subiendo como reflejo del alza esperada en la tasa de política futura.

Un cambio no anticipado en la tasa de política se transmite inmediatamente a otras tasas de corto plazo del mercado monetario, las cuales, se ajustan, afectando las tasas nominales de captación y colocación a plazos entre 30 y 90 días y, con un poco menos de intensidad, afectando las tasas nominales y reales de los títulos, depósitos y colocaciones de hasta un año de plazo, donde se destacan los papeles del Banco Central, como los PRBC a 90 días y los PDBC de 360 y 90 días. Sin embargo, estas tasas no siempre varían en la magnitud exacta en que lo hace la tasa de política, y, transitoriamente, también puede haber ajustes en los spreads o márgenes entre tasas activas (colocación) y pasivas (depósitos).

Los cambios en la tasa de política provocan cambios, en el mismo sentido, sobre otras tasas de corto plazo, pero el impacto sobre las tasas de interés a plazos más largos puede ser en cualquier dirección, debido a que dichas tasas de largo plazo se ven afectadas por un promedio de tasas de corto plazo tanto actuales como futuras, de tal forma que el resultado

depende de la dirección y de la magnitud del impacto que tiene el cambio en la tasa de política sobre las expectativas acerca del comportamiento futuro de las tasas de interés. Así por ejemplo, un aumento en la tasa de política podría generar la expectativa de una reducción futura de las tasas de interés, en cuyo caso las tasas largas podrían hasta caer en respuesta a un aumento en dicha tasa de política. Sin embargo, en situaciones normales tiende a predominar el efecto al alza, aunque claramente de menor cuantía que el incremento en la tasa de política.

#### Canal de precios de los activos

La acción de política también tendrá impacto sobre los precios de activos (al cambiar la rentabilidad relativa de los instrumentos financieros), lo cual puede afectar la riqueza real (que dependerá de la posición deudora y acreedora de los agentes de la economía) y de ahí la demanda agregada y la inflación.

Los cambios en la tasa de política también afectan los precios en el mercado de valores tales como los bonos y las acciones. El precio de los bonos es inversamente proporcional a la tasa de interés a largo plazo, por lo cual un aumento en dichas tasas ocasiona una disminución en el precio de los bonos. Si todo lo demás permanece igual (especialmente las expectativas), un aumento en las tasas de interés también hace bajar los precios de otros valores como las acciones y las propiedades. Esto se debe a que los retornos esperados a futuro se descuentan a una tasa mayor, de tal manera que el valor presente de cualquier fuente de ingresos futura sufre una caída.

Sin embargo, otras cosas pueden no permanecer iguales; por ejemplo, los cambios en las políticas, los cuales pueden afectar indirectamente las expectativas.

De manera más general, puede decirse que la política monetaria no tiene impacto únicamente sobre las tasas de interés, sino también sobre un amplio conjunto de precios de activos. Ello genera un efecto riqueza adicional que, refuerza el efecto directo sobre consumo, inversión y el empleo causado por el movimiento de la tasa de interés de política. Este efecto riqueza genera mayor demanda de créditos, mayor inversión y un mayor consumo.

Así, un cambio en la política monetaria puede tener un efecto importante sobre la actividad a través de un cambio significativo en el valor de un activo que represente un alto porcentaje en el portafolio de riqueza de los agentes económicos. Para que todos estos efectos tengan un impacto real, la respuesta de los precios de distintos activos debe diferir. Un aumento común en el precio de todos los bienes sólo cambiará la escala nominal de la economía, y no provocará un cambio en la riqueza real de los agentes (la riqueza nominal crecerá igual que el nivel general de precios).

En general, el precio de los activos debe caer como resultado de una contracción monetaria, tanto por efecto sustitución directo (ejemplo, un menor retorno relativo de las tasas de interés) o por una contracción del nivel de gasto de los agentes.

Un cambio en la tasa de interés de política también afecta la cantidad disponible de activos monetarios líquidos, es decir, afecta a los activos que no pagan intereses o pagan intereses muy bajos, como el circulante y el M1A (que agrega al anterior básicamente los depósitos a la vista). Por ejemplo, un aumento en la tasa de política tenderá a asociarse a una restricción monetaria, puesto que el alza sobre las tasas de interés de mercado implicará que el costo para el público de mantener esos activos líquidos suba y entonces disminuya su cantidad demandada. Esto hace que los bancos requieran menos liquidez para sus operaciones, a la tasa de interés interbancaria más alta, por lo que el Banco Central necesita proveer menos liquidez para sostener la nueva tasa.

#### Canal de tipo de cambio

El alza en las tasas de interés inducidas por la política monetaria también puede afectar al tipo de cambio en el sentido de que se aprecia el peso, disminuyendo eventualmente el precio de los productos importados, además de afectar también a la demanda externa y a la brecha gasto-producto.

Este canal es un caso particular del canal de activos, al ser el tipo de cambio el precio de un activo financiero (normalmente el dólar) en términos de pesos chilenos. Sin embargo, por su

importancia como precio relativo y su efecto directo sobre la inflación a través de los precios de los bienes comerciados, cabe evaluarlo como un canal adicional.<sup>18</sup>

Cuando el tipo de cambio no es fijo (requisito para poder hacer política monetaria con objetivos de inflación) su comportamiento depende de la tasa de interés. El impacto preciso que tiene una modificación en la tasa de política sobre el tipo de cambio es incierto, debido a que dicho impacto dependerá de las expectativas existentes sobre las tasas de interés y la inflación interna y externa. Estas expectativas, a su vez, se pueden ver influidas por los cambios en las políticas.

Sin embargo, si todo lo demás no cambia, un aumento inesperado en la tasa de política normalmente conduce a una apreciación inmediata del peso frente al dólar debido al hecho de que el aumento de las tasas de interés internas con relación a las externas aplicadas a activos equivalentes en moneda extranjera, ocasiona que los activos en pesos resulten más atractivos a los inversionistas locales y extranjeros.

El tipo de cambio se mueve entonces hacia un nivel en el cual los inversionistas esperan una depreciación futura del peso que reduce el atractivo de los títulos en esta moneda.<sup>19</sup> El resultado es una apreciación instantánea del tipo de cambio. El mayor valor de la moneda local incrementa el precio de los bienes del país en relación con los externos, generando con ello una caída en las exportaciones netas y en la demanda agregada. De acuerdo con Mies Verónica (2004) el tipo de cambio afecta directamente la inflación a través del componente de las importaciones, de manera que una política monetaria contractiva, que conduzca a una apreciación de la moneda, disminuirá el componente importado de la inflación.<sup>20</sup>

En ausencia de los instrumentos adecuados, los movimientos cambiarios pueden tener un impacto significativo: si los residentes locales son deudores netos, una apreciación fuerte del tipo de cambio puede conducir a una posición mejorada que puede dar lugar a una expansión significativa de la demanda interna, la cual puede compensar e incluso dominar el efecto de precios relativos. También, los sectores dedicados a la producción de bienes para exportación serán más sensibles a los efectos de precios relativos de las variaciones del tipo de cambio.

---

<sup>18</sup> Mies Verónica, Morandé Felipe y Tapia Matías. "Política Monetaria y Mecanismos de Transmisión". Premio de Banca Central "Rodrigo Gómez 2003". CEMLA, Marzo 2004. p. 14.

<sup>19</sup> Política monetaria del Banco Central de Chile: Objetivos y Transmisión. Publicación del Banco Central de Chile. Mayo 2000. p. 11.

<sup>20</sup> Mies Verónica. op. cit. p. 15.

Cuando existe una banda cambiaria y regulaciones a la cuenta de capitales, los efectos de la política monetaria sobre el tipo de cambio pueden ser más limitados. En 1998, en la medida en que el encaje a los influjos de capitales se redujo a cero y que durante 1999 se eliminó la banda para el tipo de cambio, y en general se flexibilizó el régimen cambiario, este canal de transmisión entro en operación plenamente en Chile.

#### El canal del crédito

La menor demanda por activos monetarios líquidos, como consecuencia de un aumento en la tasa de política tiene como contraparte una reducción en los depósitos a la vista en los bancos, lo cual si no se compensa con un aumento en otras formas de depósito, disminuye las fuentes de fondos de los bancos y su base para dar crédito. De igual modo, aunque otras formas de depósito que paguen intereses se incrementen exactamente como para compensar la disminución en depósitos a la vista, al banco le saldrá más cara ahora la obtención de fondos, por lo que tenderá a cobrar más por sus créditos. No sólo se afecta el costo del crédito sino que también se impacta la oferta de crédito.

Dado que el sector financiero, debido a los problemas de asimetría y riesgo de liquidez que se generan entre intermediarios y depositantes, está sujeto a regulaciones, cabe preguntarse en qué medida tales regulaciones pueden tener un efecto sobre la transmisión. La respuesta depende básicamente de dos elementos. Primero, la forma en que la regulación (entendiendo por regulación restricciones al capital del banco) afecta al capital bancario. Si éste se fortalece, el banco será menos sensible a una contracción monetaria. Segundo, su disposición a enfrentar riesgos se verá afectada.

Las propias características del sector bancario serán relevantes, como su grado de competencia, el acceso a recursos externos, el rol de la banca estatal y las redes de financiamiento que puedan existir entre estas instituciones financieras. De manera que, los bancos más pequeños al igual que ocurre con las empresas deberían contraer su oferta de crédito en mayor medida.

Una derivación interesante de este canal es la que realiza Cecchetti (1999), quien relaciona la potencia de la política monetaria con las características institucionales del sistema financiero,

en particular el sistema legal en que se funda. La idea es que países con mejores estándares de protección e información se orientan más al financiamiento directo, con lo cual la política monetaria sería menos efectiva en ellos<sup>21</sup>.

Dicho lo anterior, la política monetaria será más efectiva en un país con un mercado financiero más reprimido, donde las empresas no tengan fuentes alternativas de financiamiento por ausencia de mercados o una pobre información y, será menos efectiva con el desarrollo del mercado financiero, traducido en mayores niveles de información, mayor disponibilidad de instrumentos y una mejor asignación de recursos.

Por último, la acción de política afecta las expectativas de los agentes económicos, lo cual puede reflejarse en sus decisiones de consumo e inversión y en la determinación de los salarios.

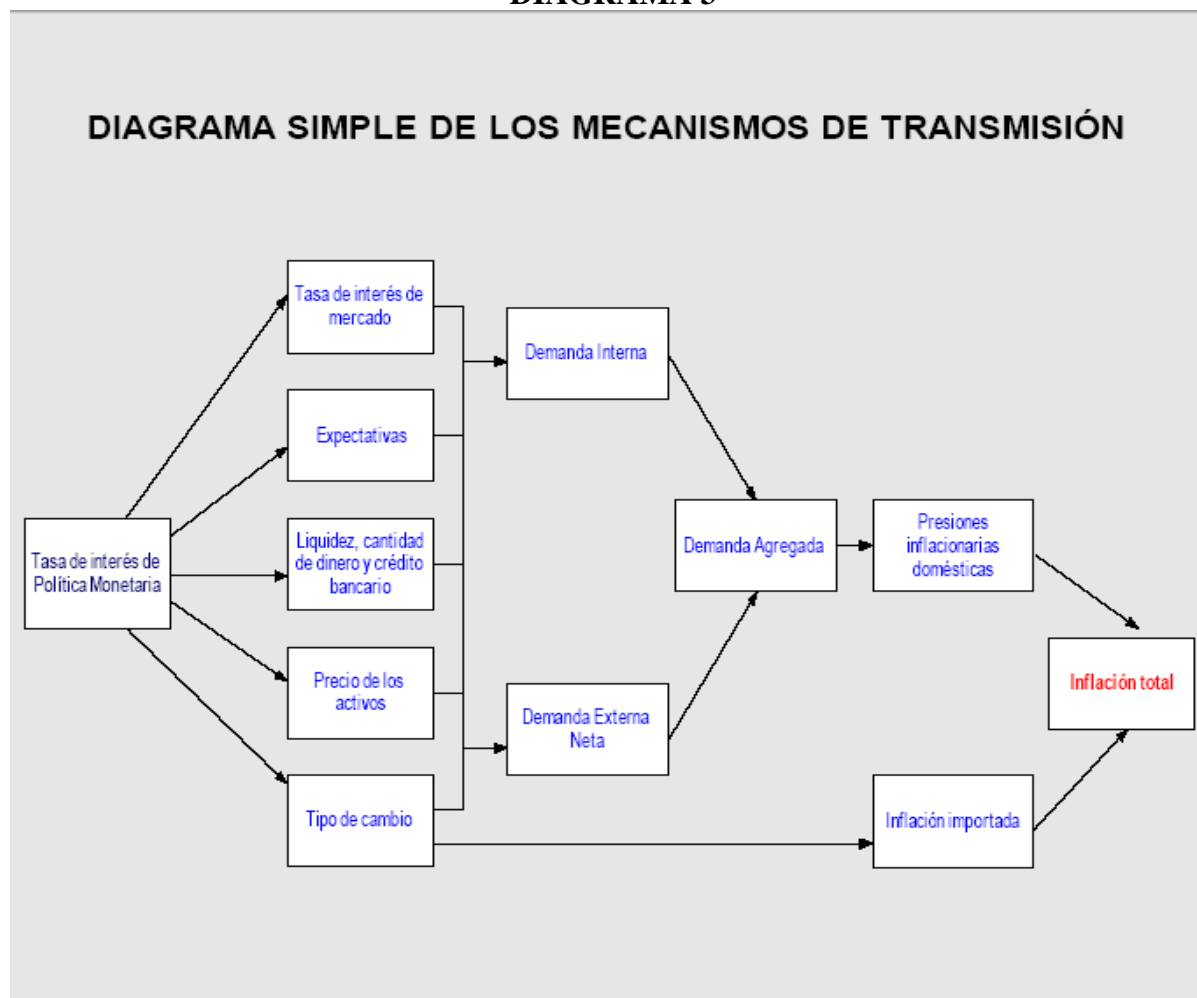
En resumen, un aumento de las tasas de interés de mercado que sigue a un incremento en la tasa de política encarece el crédito de los individuos, reduce la demanda de nuevos créditos y, por esta razón reduce el gasto que éstos realizan en bienes y servicios. Desde una perspectiva macroeconómica, lleva a una reducción del consumo total y aumenta el desempleo.

El diagrama que se muestra a continuación representa en forma simple la manera en que se desarrollan los distintos efectos de un cambio en la política monetaria sobre la economía. Se destaca la existencia de repercusiones inmediatas sobre los mercados financieros que conducen a movimientos de la demanda agregada y que finalmente afectan la inflación.

---

<sup>21</sup> De acuerdo con Mies Verónica (CEMLA, 2004) esto es así ya que el poder de la política monetaria se basa en una imperfección que distorsiona la correcta operación del mercado.

DIAGRAMA 3



FUENTE: Massad Carlos. Implementación de la política monetaria en Chile. Boletín del Cemla. Jul-Ago 2000.

### 3.4 ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DURANTE 1996-2003

A comienzos de la década de los 90, la economía de Chile estaba en una trayectoria de alto crecimiento como resultado de esfuerzos estructurales precedentes, sin embargo, la inestabilidad de los precios seguía siendo una fuente de preocupación. En la búsqueda de la estrategia para reducir la inflación, el Banco Central identificó dos desafíos importantes: superar las consecuencias de la indexación de precios y de la inercia relacionada con la inflación del sector privado, y mejorar la credibilidad en la política monetaria para influenciar expectativas de inflación del sector privado.

Por ello, Banco Central adoptó una meta de inflación como ancla nominal explícita para conducir la política monetaria, y decidió utilizar el tipo de interés como instrumento para alcanzar esa meta.

En Chile se pueden distinguir dos etapas bajo el Régimen de Metas de Inflación. La primera que abarcó desde septiembre de 1990 hasta septiembre de 1999 donde el objetivo se basó en metas puntuales para la tasa de inflación de corto plazo (un año) a fin de reducir de manera gradual y lograr credibilidad y reputación para la autoridad monetaria. En este periodo el BCCh buscó romper con las arraigadas expectativas inflacionarias.

En este primer período, se evitó recurrir al tipo de cambio como instrumento de control inflacionario de manera que la política cambiaria fue orientada esencialmente a mantener un déficit de cuenta corriente sostenible. Durante 1997-1998 ante el choque externo que representó la crisis asiática, el Banco Central respondió a las presiones en el tipo de cambio con intervenciones en el dicha variable y con una política monetaria contractiva en 1998 con efectos importantes en la actividad económica y el empleo.

En esta etapa la conducción de la política monetaria no fue buena dada la limitada información como la ausencia de proyecciones explícitas para la inflación futura y de informes detallados y regulares. Esta falta de información limitó la efectividad de las políticas.

La convergencia hacia una inflación baja y los beneficios de adoptar un tipo de cambio flexible hizo necesaria sustituir la banda cambiaria por el régimen de flotación del tipo de cambio en septiembre de 1999. El Banco Central eliminó los restantes controles de flujos de capital internacional durante 1998-2001.

Hacia fines de 1999 una vez alcanzada una tasa de inflación cercana a la vigente en los países desarrollados, mediante metas de inflación anuales, el BCCh consideró necesario mantener tasas de inflación dentro de parámetros definidos. En este contexto definió para la inflación un horizonte de fijación de mediano plazo de la meta (veinticuatro meses) y un valor rango dentro del cual fluctuara. Así, el logro de una baja inflación permitió adoptar una meta rango de inflación de 2-4% anual, centrada en 3% para ser lograda en un horizonte de política de 12 a 24 meses.



En general, bajo este esquema, el Banco Central implementó principalmente las siguientes medidas<sup>22</sup>: convertir la tasa de inflación expresada en la meta, en el único objetivo formal y explícito; definir a partir del año 2001, la meta de inflación como un rango simétrico de 2% a 4% centrado en 3%, objetivo que se establece de forma indefinida; incrementar la transparencia; y nominalizar el instrumento de política monetaria<sup>23</sup>.

Respecto al último punto, el BCCh reemplazó la tasa de política (TPM) indizada a la Unidad de Fomento (UF)<sup>24</sup> por una expresada en pesos a partir del 9 de agosto de 2001. De acuerdo con el BCCh, dados los niveles y volatilidad de la inflación, el empleo de una tasa de interés nominal como instrumento de política, en condiciones de baja inflación, es más coherente con el logro del objetivo de inflación que el uso de una tasa indizada, permitiendo aumentar la efectividad de la política monetaria. Adicionalmente, la nominalización de la tasa de política permite un manejo más flexible, porque amplía el rango de acción del instrumento. Esta también permite fortalecer el mercado de instrumentos de deuda de corto plazo denominados en pesos. Con ese propósito, el Banco Central inició una sustitución gradual de instrumentos emitidos en UF por instrumentos en pesos.

Durante el periodo, el Banco central ejecutó su política monetaria influyendo en la tasa de interés interbancaria diaria, esto es, aquella tasa a la cual los bancos se otorgan créditos entre sí de un día a otro (overnight). El Banco Central de Chile anuncia públicamente el nivel objetivo para la tasa de interés interbancaria llamada tasa de política monetaria (TPM) (ver gráfica 10). El precio de la tasa de interés interbancaria lo determina el equilibrio entre la oferta y demanda de dinero. El Banco Central controla la oferta de liquidez o base monetaria, de forma que la tasa de interés observada se ubique en torno a la tasa de política monetaria. Mediante operaciones de mercado abierto, el banco central encausa la tasa de interés interbancaria a ese nivel objetivo al administrar eficientemente la liquidez del sistema financiero. Así, la tasa de política monetaria corresponde al objetivo de tasa interbancaria que quiere implementar.

---

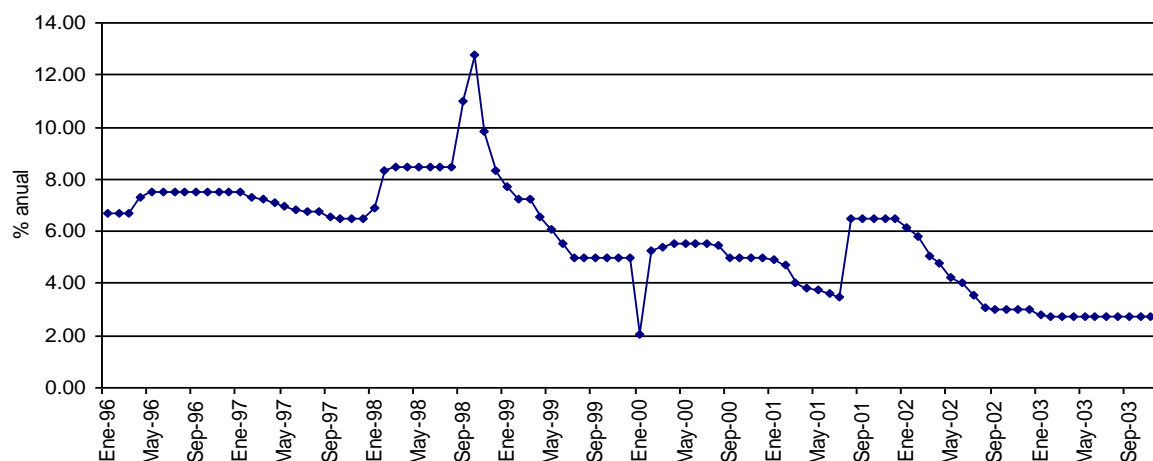
<sup>22</sup> Massad A. Carlos. “Políticas del Banco Central de Chile. 1997-2003”. 2003. p. 16.

<sup>23</sup> Debido a la alta indización del sistema financiero chileno, la política monetaria se centraba una tasa de interés real diaria sobre los préstamos interbancarios (desde mayo de 1995 hasta agosto de 2001).

<sup>24</sup> La Unidad de Fomento (UF) es una medida reajutable basada en la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de Chile.

## GRÁFICA 10

TASA DE POLÍTICA MONETARIA 1996-2003



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCH

También existen la línea de crédito de liquidez y el depósito de liquidez para mantener la tasa de interés interbancaria en el nivel establecido: en la primera, los bancos obtienen fondos del Banco Central a una tasa única de interés equivalente a la tasa de política monetaria más 25 puntos base (pb), en esta operación se exige un colateral como garantía; en el segundo, los bancos depositan en el Banco Central a la tasa de política monetaria menos 25 pb, durante un día hábil bancario. Estas dos tasas establecen una banda simétrica de estabilización automática de más/menos 25 pb respecto de la tasa de política monetaria, dentro de la que se sitúa la tasa de los préstamos interbancarios.<sup>25</sup>

El paso de la meta de un año hacia una de mediano plazo, permite una menor probabilidad de equivocación ante *shocks* inesperados y otorga mayores holguras ante movimientos menores y de corto plazo. La selección de este rango y no de un objetivo puntual para la inflación permite acomodar diversos tipos de impactos de tal forma que la inflación tenga un margen de fluctuación en el corto plazo sin que se desvíe transitoriamente de la meta.

También, el uso de un rango implica el reconocimiento de que existe un grado de incertidumbre sobre el comportamiento de la economía y la inflación y sobre el rezago con el que la política monetaria afecta la inflación. A la vez, reconoce que no siempre la política monetaria es el instrumento más eficiente para enfrentar determinados *shocks*. En la práctica,

<sup>25</sup> Banco Central de Chile. "La política monetaria del Banco Central de Chile en el marco de metas de inflación". Enero, 2007.

no todos los factores que determinan la inflación efectiva de una economía están bajo el control de la autoridad monetaria, como lo es por ejemplo la inflación importada.

El sistema de flotación cambiaria adoptado en 1999 alivió el peso que recaía en el pasado sobre la tasa de interés. El funcionamiento apropiado del nuevo esquema requirió evitar que el efecto de *shocks* externos o internos se concentre en un solo mercado pues en el pasado, con la operación de las bandas cambiarias, el banco central no estuvo en condiciones de distribuir en más de un mercado el efecto de eventos inesperados.

En efecto, la flexibilidad cambiaria, además de permitir centrar los esfuerzos del Banco Central en la meta de inflación, tiene la ventaja de otorgar la flexibilidad necesaria para enfrentar los choques externos, facilitando el ajuste de la economía. Bajo este esquema, el tipo de cambio es la principal variable que absorbe los choques externos, cambiando las señales de asignación de recursos entre los sectores comerciables y no comerciables, en lugar de que el PIB y las tasas de interés deban hacer parte significativa del ajuste. Bajo una política macroeconómica basada en un esquema cambiario flexible, donde el ancla inflacionaria es la inflación, una política fiscal consistente con este objetivo y un sistema financiero sólido, son elementos fundamentales para que el traspaso de variaciones en el tipo de cambio a precios ocurra con mínimas consecuencias inflacionarias. La adopción de metas de inflación creíbles, permite que el ajuste de los precios que puede ocurrir, producto del debilitamiento de la moneda local no esté acompañado de expectativas persistentes de mayor inflación.

Sin embargo, el BCCh teniendo en consideración que el tipo de cambio es una variable clave en la asignación de los recursos, con importantes repercusiones sobre las cuentas externas de la economía, crecimiento e inflación, liberalizó el tipo de cambio manteniendo la facultad de intervenir en el mercado ante situaciones excepcionales relacionadas con la posibilidad de que la trayectoria de la moneda se aleje significativamente de su valor de equilibrio, determinando costosas reversiones en el futuro. En este sentido, las intervenciones que el Banco Central pudiera realizar, deben ser transparentes y fundadas, definiéndose de manera explícita los plazos y montos involucrados, además de fundamentarse con claridad las razones que motivan estas acciones de excepción. De esta forma, sólo en dos ocasiones, agosto del 2001 y octubre del 2002, el Banco Central anunció la decisión de intervenir en el mercado

cambiario. En ambas ocasiones, los plazos, montos y formas de intervención fueron anunciados mediante un comunicado público<sup>26</sup>.

Si bien el tipo de cambio flexible permite absorber de manera eficiente los choques externos, se enfrenta una mayor volatilidad cambiaria. En consecuencia, y previo a la implementación de esta nueva política cambiaria, se crearon las condiciones para el desarrollo de mecanismos que favorecieran la cobertura financiera al riesgo cambiario, reduciendo la vulnerabilidad de la economía frente a los movimientos del tipo de cambio. En este contexto, se tomaron medidas tendientes a desarrollar un mercado de derivados más profundo, con el objeto de proveer mecanismos de cobertura que permitieran enfrentar los descalces de empresas e instituciones financieras, a la vez que desarrollar una regulación prudencial para la banca. Posteriormente, se adoptaron medidas adicionales dirigidas a fortalecer la nueva política cambiaria.

Así la mayor libertad cambiaria fue un elemento fundamental para el funcionamiento del nuevo esquema de política monetaria a la vez que el esquema de política monetaria significa mayores grados de libertad para el accionar del banco central.

De acuerdo con el BCCh (2003) la política monetaria sigue una orientación anticíclica. Esto es, además de preservar la estabilidad de precios busca evitar las variaciones extremas del gasto global, o de la demanda interna que puedan conducir a recesión y desempleo en el mediano plazo:

*“el foco de la política monetaria del Banco Central de Chile es la estabilidad de precios a través del tiempo, tomando en cuenta los efectos de esa política sobre la actividad económica y el empleo en el corto y mediano plazo”.*<sup>27</sup>

Rezagos de operación de la política monetaria

De acuerdo con el BCCh (Mayo, 2000) en Chile un cambio en la política monetaria afecta rápidamente las tasas de interés de muy corto plazo, el tipo de cambio y los precios de los activos financieros, y de manera más lenta a las tasas de más largo plazo. En promedio, es

---

<sup>26</sup> Massad A. Carlos. op. cit. p. 20.

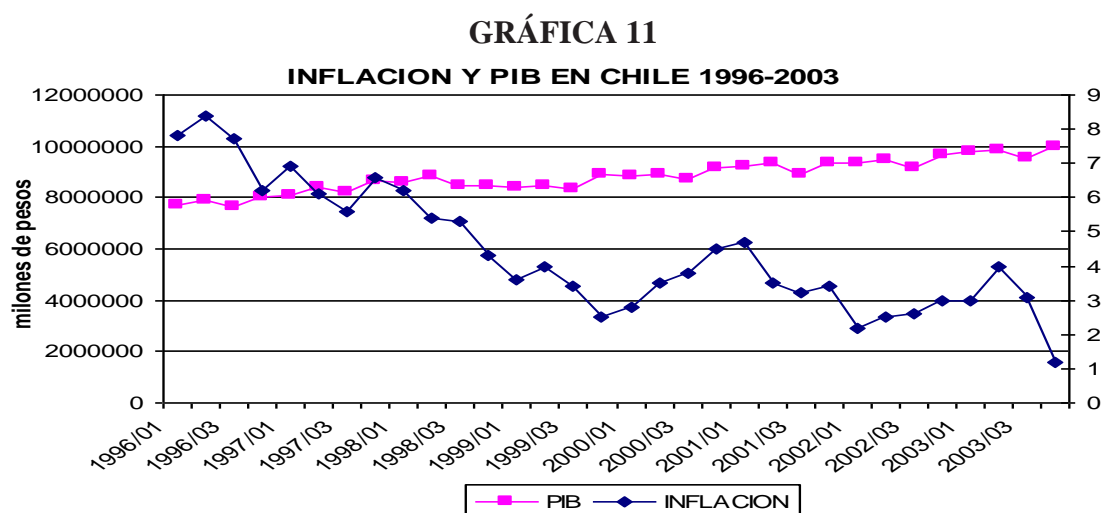
<sup>27</sup> Informe de Política Monetaria. Septiembre, 2000.

necesario de 3 a 5 trimestres para un cambio en la política monetaria afecte la demanda y la producción, y se necesita de 4 a 6 trimestres más para que estos cambios en la actividad tengan un impacto máximo sobre la tasa de inflación<sup>28</sup>. Sin embargo, como ya hemos visto, el efecto preciso depende entre otros factores<sup>29</sup> de las expectativas de los agentes económicos. Por ello es importante que el Banco Central guíe adecuadamente las expectativas de los agentes económicos hacia la meta que desee lograr.

En general, las normas de comportamiento de un banco central que se basan en expectativas y predicciones de la evolución futura de la inflación incorporan el hecho que existen rezagos en la transmisión de la política monetaria y, por lo tanto actúan con la anticipación adecuada.

### 3.5 RESULTADOS

La adopción de un esquema de metas de inflación, complementado con flotación cambiaria, resultó ser una política exitosa para reducir la inflación. Tras comenzar con una inflación de 7.8% en 1996, se alcanzó un nivel de 2,2% en 2002 y de 2.8 en 2003, mientras que el crecimiento económico, a pesar de la recesión experimentada en 1999 luego de la crisis asiática, alcanzó un promedio anual de 6,4% durante esta primera fase convirtiéndose este en un período de crecimiento sostenido (ver gráfica 11).



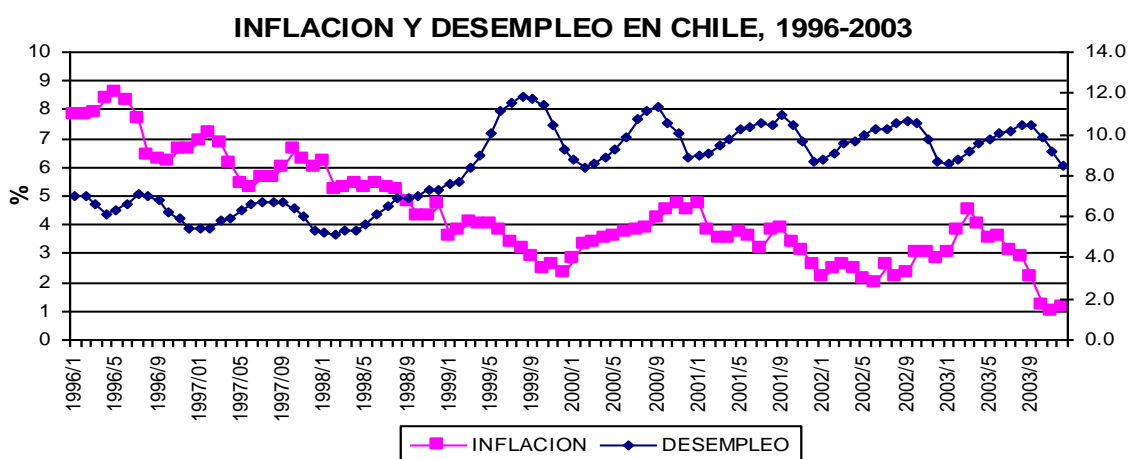
Fuente: Elaboración propia con datos del BCCH.

<sup>28</sup> Banco Central de Chile. Publicación “Política monetaria del Banco Central de Chile: Objetivos y transmisión”. Publicación del Banco Central de Chile. Mayo 2000.

<sup>29</sup> De la respuesta de los agentes económicos ante sus expectativas, de la etapa del ciclo de actividad económica, del régimen cambiario, de los eventos en la economía mundial y de las expectativas de inflación futura.

La siguiente gráfica muestra el comportamiento de la inflación y el desempleo en Chile. Se puede distinguir que desde 1996 mientras que la inflación disminuía, la tasa de desempleo se mantuvo para luego en 1999 crecer a un nivel de aproximadamente 8% y mantener en los años posteriores una tendencia ligeramente decreciente al igual que la inflación.

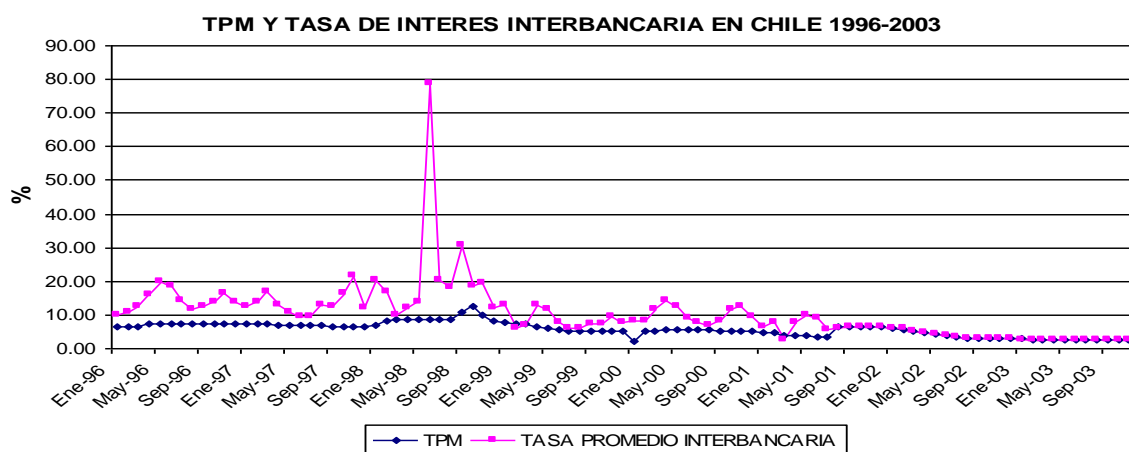
**GRÁFICA 12**



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCH.

El esquema de metas de inflación mostró ser exitoso, cumpliendo con los objetivos planteados: la tasa de inflación se mantuvo estable y acotada y la política monetaria pudo ser utilizada activamente para estabilizar el producto. La Tasa de Interés de corto plazo observada se mantuvo por debajo de la Tasa de Política monetaria lo cual indica la efectividad de la instrumentación de política monetaria en Chile (ver gráfica 13).

**GRÁFICA 13**



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCH.

En términos de efectividad, los distintos estudios empíricos realizados para la economía chilena muestran que, en promedio, la política monetaria tiene claros efectos sobre la actividad y la inflación<sup>30</sup>. Este resultado no difiere al de otras economías: en una encuesta realizada por el Banco Central a un conjunto de bancos centrales, todos con régimen de metas de inflación y flotación cambiaria, en la que se preguntó por el impacto estimado de un shock transitorio (de un trimestre) de tasas de interés de política monetaria sobre el producto y la inflación, los resultados indican que ante una baja transitoria de tasas de interés, tanto la actividad económica como la inflación aumentan en el corto plazo incluso en magnitudes similares.

El éxito en materia inflacionaria no ha sido de responsabilidad exclusiva de la autoridad monetaria. Si bien una política monetaria creíble y responsable fue esencial para el éxito global de la política económica, la política fiscal también jugó un rol importante para alcanzar un desempeño macroeconómico satisfactorio. Parte de este éxito se logró con el apoyo y compromiso de la autoridad fiscal de mantener un superávit estructural de 1% del PIB.

Como se ha venido mencionando, la coordinación entre las autoridades monetaria y fiscal resulta natural y necesaria para la correcta formulación, implementación y coherencia de las distintas políticas macroeconómicas. De hecho, la Ley Orgánica del Banco Central define explícitamente mecanismos de coordinación entre ambas autoridades<sup>31</sup>.

### **3.6 CONCLUSIÓN**

La mayor contribución del Banco Central al crecimiento económico radica en la estabilidad de precios, ya que el clima de confianza generado por la estabilidad de precios, incentiva el ahorro, la inversión y las ganancias de productividad. Además, una inflación baja y estable es beneficiosa desde un punto de vista distributivo porque favorece el crecimiento del empleo y protege el ingreso de los sectores más indefensos de la sociedad.

---

<sup>30</sup> Massad A. Carlos. "Políticas del Banco Central de Chile. 1997-2003"

<sup>31</sup> De acuerdo con la Ley Orgánica del Banco Central, el Ministro de Hacienda puede asistir a las sesiones del Consejo, con derecho a voz, y puede proponer la adopción de determinados acuerdos, los que deben ser tratados por el Consejo.

El Banco Central de Chile tiene como objetivos preservar la estabilidad del valor de la moneda y cuidar el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Además tiene a su cargo las siguientes funciones y facultades: emisión; regulación de la cantidad de dinero en circulación y de crédito; regulación del sistema financiero y del mercado de capitales; facultades para procurar la estabilidad del sistema financiero; funciones del Banco como agente fiscal; atribuciones en materia internacional como participar y operar con los organismos financieros extranjeros o internacionales; facultades en materia de operaciones de cambios internacionales; y, funciones estadísticas.

Es autónomo dada la necesidad de contar con la estabilidad derivada de una política monetaria y cambiaria mas independiente del ciclo económico.

El Banco Central de Chile conduce su política monetaria sobre la base de un esquema de metas de inflación y de flotación cambiaria.

La aplicación de un régimen de flotación cambiaria facilita el ajuste de la economía a *shocks* reales, ayuda a prevenir movimientos bruscos en el tipo de cambio y ataques especulativos contra la moneda. Es decir, bajo el esquema de flotación, el Banco Central se reserva la opción de intervenir en el mercado cambiario en circunstancias excepcionales de depreciación o apreciación excesiva del tipo de cambio, que pueden tener efectos negativos sobre la economía.

La política monetaria se manifiesta en una tasa de interés que se conoce como tasa de política monetaria, la cual se vincula directamente con la tasa de interés interbancaria.

El Banco Central orienta su política monetaria en mantener la inflación a través del tiempo en un *rango* entre 2 y 4% anual. Esto significa que la política monetaria se orienta a que la variación promedio y esperada del IPC sea cercana a 3% anual. El valor central de este rango, 3%, constituye la meta operacional que guía a la política monetaria en el mediano plazo de dos años.

Este horizonte constituye el período máximo en el cual el Banco Central generalmente intenta que la inflación retorne hacia 3%. Da cuenta del rezago entre cambios en el instrumento de política y sus efectos sobre la actividad y los precios, e incorpora una posible volatilidad del



producto y de otras variables y la presencia de movimientos pasajeros en algunos componentes del IPC.

Para lograr que la tasa interbancaria se sitúe en el nivel deseado, valor conocido como tasa de política monetaria (TPM), el Banco Central regula la liquidez (o las reservas) del sistema financiero. Regula la liquidez a través de de varios instrumentos: operaciones de mercado abierto, compra-venta de pagarés de corto plazo, y líneas de créditos y depósitos de liquidez.

Existen diversos canales por los cuales las modificaciones a la tasa de política se transmiten al resto de la economía hasta afectar la evolución de la inflación. Ello implica que el camino por el cual se llega al objetivo de inflación, puede afectar de manera diferente a la actividad económica, al empleo y a las cuentas externas.

En general, la reacción frente a un aumento en la tasa de política es una reducción en los niveles de gasto (inversión y consumo). Entendiendo por gasto la absorción interna (suma de gasto en consumo privado, el gasto del gobierno y los gastos de inversión). Cabe señalar que la reducción del gasto como resultado de un aumento en la tasa de política, lo que busca es un ajuste necesario para restaurar una trayectoria de la inflación dentro del rango meta de mediano plazo y un crecimiento de la actividad económica sustentable en el tiempo.

Aunque muchas veces la dirección de los efectos de un cambio en la política monetaria puede preverse sin grandes dificultades, la magnitud de dichos efectos y la manera en que se desencadenan a través del tiempo son ampliamente variables. Sin embargo, la credibilidad del Banco Central en cuanto a su compromiso con la estabilidad de precios y a la fortaleza técnica de sus diagnósticos y acciones, reducen esa incertidumbre y fortalecen la eficacia de la política monetaria.

En efecto, un compromiso creíble con la estabilidad de precios no sólo logra reducir la inflación, sino que a medida que aumenta la credibilidad, la incertidumbre acerca de la inflación futura disminuye, con lo cual se pueden observar tasas de interés en promedio más bajas, lo cual favorece la inversión y, a la larga, el crecimiento.

Cabe mencionar que a largo plazo, el PIB crece como resultado de factores de oferta, tales como el avance técnico, la acumulación de capital, y el tamaño y calidad de la fuerza de

trabajo. Es posible que algunas políticas públicas sean capaces de afectar a estos factores relacionados con la oferta, pero, en general, la política monetaria no lo puede lograr en forma directa, al menos en grado suficiente como para elevar el crecimiento de tendencia en la economía.

El objetivo sobre la estabilidad de precios y la estabilidad financiera son interdependientes entre sí. Un sistema financiero débil puede dificultar la ejecución de la política monetaria y, por tanto, poner en riesgo la estabilidad de precios. Es decir, la transmisión y la efectividad de la política monetaria dependen del buen funcionamiento del sistema financiero.

## **CAPÍTULO IV. COMPARACIÓN DE LA APLICACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO Y EN CHILE (1996-2003)**

### **4.1 INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA**

Los bancos centrales de México y Chile en 1998 y 1990 respectivamente transitaron de manera gradual hacia la reducción de la inflación hasta antes de adoptar plenamente el Esquema de Objetivos o Metas de Inflación. Este Régimen con una meta explícita y con un rango de variabilidad de más menos 1 por ciento se adoptó en México en 2001 y en Chile en 1999. Un régimen de metas de inflación establece objetivos específicos, otorgando al Banco Central la libertad para utilizar los instrumentos y políticas necesarios en la consecución de los mismos.

En el caso del Banco Central de Chile (BCCCH), la política monetaria se orienta a que la variación promedio y esperada del IPC sea cercana a 3% anual (en un rango en entre 2 y 4% anual), siendo esta la meta operacional de dicha política. Para el logro de este objetivo el BCCCh determina un valor deseado para la tasa de interés interbancaria conocido como tasa de política monetaria (TPM) a mediano plazo de dos años.

De igual forma, durante el periodo de estudio en 2001 Banco de México determinó un nivel objetivo de 3% (con un rango de entre 2 y 4 por ciento anual) para la tasa de inflación del 2003 considerada de largo plazo.

El uso de un rango para la inflación en Chile, implica el reconocimiento por parte del Banco Central de que existe un grado de incertidumbre sobre el comportamiento de la economía y la inflación y sobre el rezago con el que la política monetaria afecta la inflación. A la vez, reconoce que no siempre la política monetaria es el instrumento más eficiente para enfrentar determinados *shocks*. También, reconoce que no todos los factores que determinan la inflación efectiva de una economía están bajo el control de la autoridad monetaria, como lo es por ejemplo la inflación importada.

El paso de la meta de un año hacia una de mediano plazo, permite una menor probabilidad de equivocación ante *shocks* inesperados y otorga mayores holguras ante movimientos menores

y de corto plazo. La selección de este rango y no de un objetivo puntual para la inflación permite acomodar diversos tipos de impactos de tal forma que la inflación tenga un margen de fluctuación en el corto plazo sin que se desvíe transitoriamente de la meta.

Así, las desviaciones transitorias de la inflación dentro del rango respecto del valor central son tolerables, pero sólo en la medida en que se mantengan dentro de los límites establecidos, y que con seguridad pueda esperarse que, en un lapso prudente, la inflación retornará al valor central. Es decir, tanto el límite superior como el límite inferior del rango no constituyen metas como tales.

De esta manera, incluso si la inflación se encuentra en un momento dado dentro del rango definido en la meta de inflación, puede ser necesario actuar preventivamente para evitar desviaciones futuras de la inflación de tendencia respecto de ese rango. Pero también movimientos de la inflación puntualmente fuera de este rango podrían no requerir acciones de política si existe una presunción fundada de que son de muy corta duración y que no arriesgan desanclar la inflación de tendencia. De cualquier manera, se requiere actuar preventivamente si la proyección de la inflación de tendencia amenaza con ir por encima o por debajo del rango.

Para la política monetaria bajo el esquema de metas de inflación lo relevante son las tendencias en el horizonte de mediano plazo y la política se decide de acuerdo a estas tendencias, entregando las señales apropiadas al mercado. Finalmente, el nivel de inflación depende de la política monetaria y de las expectativas de los agentes.

Durante el periodo 1996-2003, al igual que el banco central de Chile, el Banco de México llevó a cabo la política monetaria mediante la utilización de instrumentos de mercado actuando en el mercado de dinero mediante operaciones de mercado abierto y sus acciones tienen efecto sobre las tasas de interés de corto plazo (tasa de interés interbancaria) y las expectativas de inflación. El instrumento más importante utilizado fue el Régimen de Saldos Acumulados hasta abril de 2003 y el Régimen de Saldos Diarios a partir del 11 de abril de 2003, de las cuentas corrientes de los bancos comerciales en el Banco de México (corto). Mediante este instrumento, un objetivo de saldos positivo presiona una baja en las tasas de interés mientras que un objetivo de saldos negativo (dejar corto de recursos al sistema

bancario a la tasa de interés vigente) o un “corto” induce un sobregiro en las cuentas corrientes de los bancos, el cual presiona un alza en las tasas de interés.

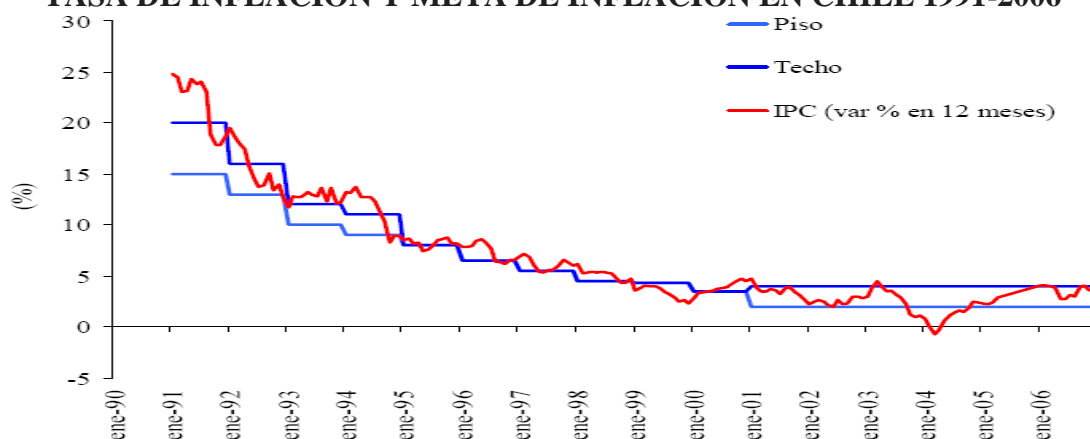
En el caso del BCCH, el instrumento más importante utilizado para intervenir en las operaciones de mercado abierto son las operaciones de compra-venta de pagarés de corto plazo y las líneas de créditos y depósitos de liquidez. Mediante ambos instrumentos el BCCh inyecta o se retira liquidez en caso de que la tasa de interés interbancaria promedio se desvíe del nivel de la TPM. La variable operacional que han utilizado los bancos centrales de los dos países, es la tasa de interés interbancaria ya que ésta mantiene estrecha relación con el nivel de precios.

#### **4.2 LOGRO DE OBJETIVOS**

En este apartado se comparan los resultados en cuanto al logro de los objetivos de la política monetaria en México y en Chile, mediante el análisis de la desviación de la tasa de inflación respecto de su meta. Luego se presenta la comparación acerca del carácter cíclico de la política monetaria, lo cual refleja su contribución a la estabilización cíclica.

El Banco Central de Chile ha conseguido que la inflación se mantenga dentro del rango meta, aminorando el ciclo económico producto de las rigideces existentes en la economía pero, al mismo tiempo, operando bajo el principio que la política monetaria es neutral en el largo plazo, por lo cual no afecta sustancialmente el crecimiento económico de tendencia (ver gráfica 14).

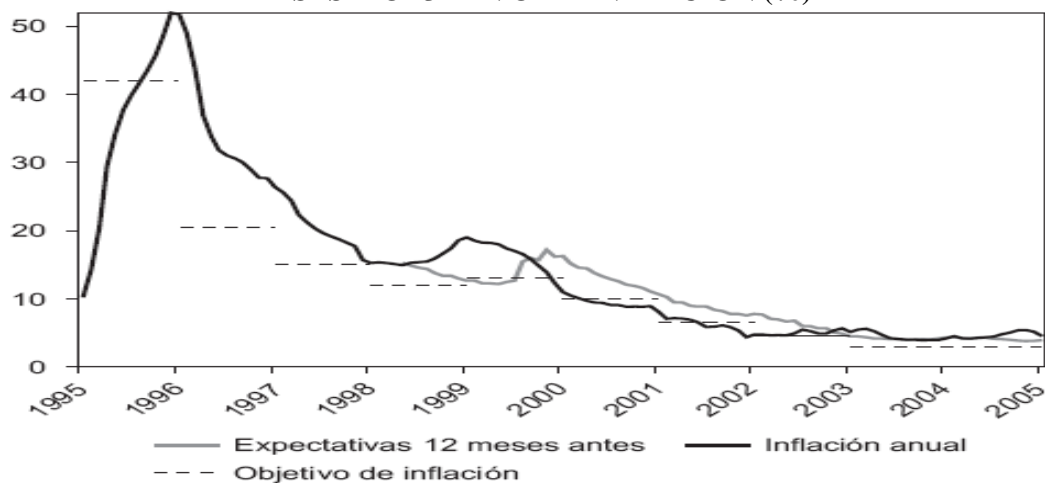
**GRÁFICA 14**  
**TASA DE INFLACIÓN Y META DE INFLACIÓN EN CHILE 1991-2006**



Fuente: Banco Central de Chile.

En el caso del Banco Central de México, el esquema de saldos acumulados fue efectivo para controlar la inflación en el periodo 1997-2000 debido a que el comportamiento de las tasas de interés reales se explica por las acciones discrecionales del Banco de México, las cuales se basan en la observación y seguimiento de variables determinantes de la diferencia entre la inflación esperada y el objetivo de inflación, los excesos de demanda agregada y las perturbaciones financieras externas. Además los aumentos de la tasa de interés implican una caída del crédito ya sea en forma directa o como resultado de una contracción de la demanda agregada. También durante el mismo periodo y hasta 2003 el esquema de política monetaria fue exitosa al reducir la tasa de interés de niveles de más de 40% a una tasa cercana al 5% (ver gráfica 15).

**GRÁFICA 15**  
**INFLACIÓN ANUAL, EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA LOS PRÓXIMOS 12 MESES Y OBJETIVO DE INFLACIÓN (%)**

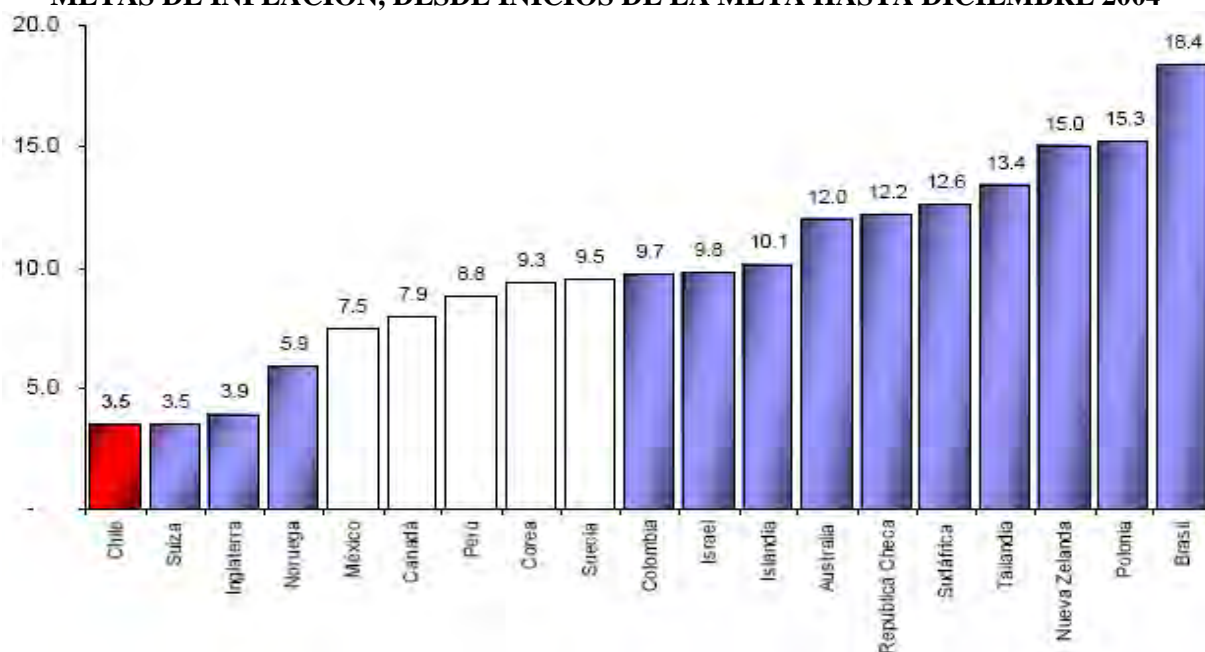


Fuente: Banco de Mexico.

La brecha entre las expectativas de inflación y el objetivo de inflación, después de 1998 disminuyó rápidamente y hasta 2004 se mantuvo en niveles bajos afectada únicamente por ciertos choques de oferta sobre la inflación no subyacente registrados durante 2004.

De acuerdo a una publicación elaborada por Banco Central de Chile (Junio, 2006)<sup>1</sup> en la cual se presenta un estudio de desviación de la tasa de inflación respecto de la meta para una muestra de 19 países, se observa que Chile es el país de menores desvíos (mayores aciertos), habiéndose desviado su tasa de inflación respecto de sus metas en promedio en 1.2 puntos porcentuales, entre 1991 y 2003. Los resultados también señalan que Chile no solamente ha experimentado pequeñas desviaciones de la meta, sino que también estos episodios han sido de menor duración y frecuencia que en el resto de los países con metas de inflación. De esta manera se presenta un índice global de acierto de la meta de inflación, que combina los desvíos, la persistencia y la frecuencia de los mismos entre las 19 economías en estudio, donde se observa que el Chile es el país que ha tenido un mejor desempeño, mientras que México ocupa el quinto lugar (ver gráfica 16).

**GRÁFICA 16**  
**DESVIACIÓN DE LA TASA DE INFLACIÓN RESPECTO DE LA META EN PAÍSES CON METAS DE INFLACIÓN, DESDE INICIOS DE LA META HASTA DICIEMBRE 2004**



Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>1</sup> Ochoa Marcelo. Schmidt-Hebbel. "Banco Central de Chile en comparación con los Bancos Centrales del Mundo". Banco Central de Chile. Documentos de Trabajo. Junio, 2006.

Por otra parte y haciendo referencia a la misma publicación, dado que el objetivo la política monetaria es mantener el control de la inflación para coadyuvar de esta manera a la estabilidad macroeconómica que genere un clima de certidumbre para el crecimiento económico, se analiza el carácter cíclico de la política monetaria medido por la correlación que existe entre la desviación de la tasa de interés de política monetaria y su valor promedio o de tendencia (es decir, una medida del grado restrictivo de la política monetaria) y la brecha del producto (diferencia entre producción observada y producción de pleno empleo).

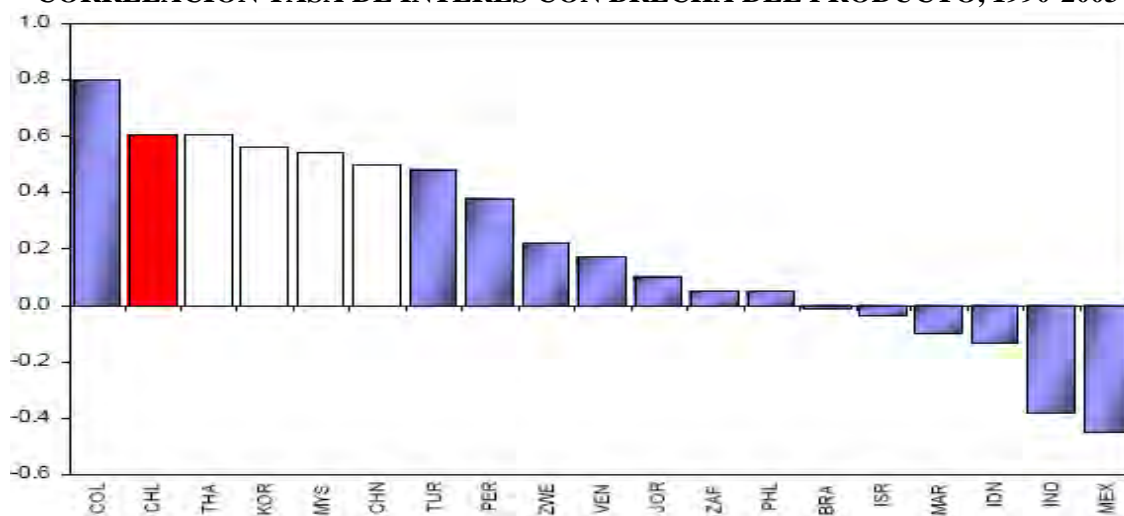
La política monetaria sigue una orientación contracíclica si, además de preservar la estabilidad de precios, busca evitar las variaciones extremas del gasto global, o demanda interna que puedan conducir a recesión y desempleo en el mediano plazo.

De acuerdo con dicha publicación si la política monetaria es contracíclica la correlación entre la desviación de la tasa de interés de política y la brecha del producto debe ser positiva, mientras que una correlación negativa evidencia una política monetaria procíclica. Los resultados muestran que la política monetaria en Chile ha sido contracíclica mostrando una de las correlaciones más altas mientras que la política monetaria en Mexico ha sido procíclica presentando la correlación más baja (ver gráfica 17).

En efecto, la estrategia macroeconómica en Mexico de política monetaria restrictiva a fin de disminuir la absorción interna de mercancías, reduce de manera indiscriminada la demanda interna lo cual ha influido negativamente en las variables reales de la economía como son la producción y el empleo.



**GRÁFICA 17**  
**CORRELACIÓN TASA DE INTERÉS CON BRECHA DEL PRODUCTO, 1990-2003**



Fuente: Banco Central de Chile.

### 4.3 GRADO DE AUTONOMÍA

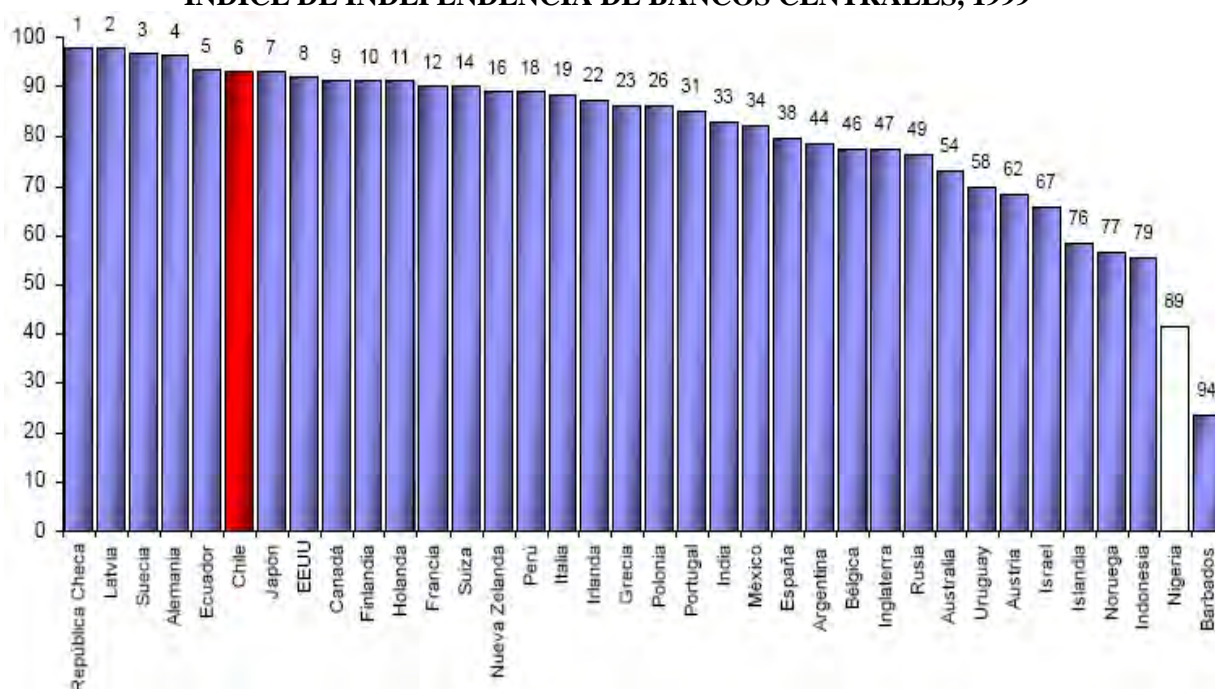
En bancos centrales con metas de inflación, la necesidad de contar con un banco central autónomo se fundamenta en la estabilidad derivada de la política monetaria independiente del ciclo político. Dicha autonomía está reglamentada en las leyes orgánicas de los bancos centrales de Mexico y Chile: autonomía en la administración y ejercicio de sus funciones.

Existen diferentes estudios a cerca del nivel de autonomía de los bancos centrales<sup>2</sup> en los que se ha observado que países con bancos centrales más autónomos han observado tasas de inflación más bajas sin que ocurran caídas en la tasa de crecimiento de la producción. Para analizar el grado de autonomía de los Bancos Centrales de México y Chile tomamos también como referencia el estudio realizado por el Banco Central de Chile (Junio, 2006).

De acuerdo con dicho estudio, en el cual se presenta un índice de independencia realizado para 94 bancos centrales en 2000 construido con aspectos como objetivos, instrumentos, duración del mandato del presidente y el financiamiento del déficit del gobierno por el banco central, este coloca al Banco Central de Chile en sexto lugar, mientras que al Banco de México lo coloca en el lugar numero 34 (ver gráfica 18).

<sup>2</sup> Banco Central de Chile. Documentos de Trabajo. N° 367. Junio 2006.

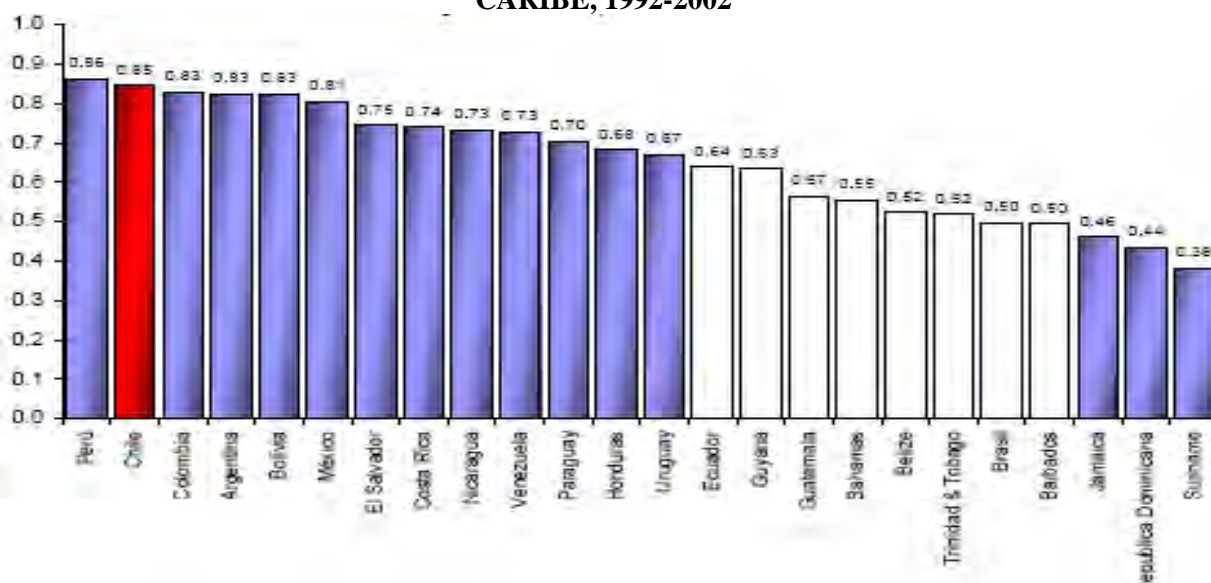
**GRÁFICA 18**  
**ÍNDICE DE INDEPENDENCIA DE BANCOS CENTRALES, 1999**



Fuente: Banco Central de Chile.

Otro índice construido en 2005 con aspectos como la independencia política, la autonomía económica y su responsabilidad frente a la sociedad, muestra que el Banco Central de Chile es el segundo banco central de 24 países de América Latina y el Caribe mientras que el Banco de México ocupa el sexto lugar (ver gráfica 19).

**GRÁFICA 19**  
**ÍNDICE DE INDEPENDENCIA DE BANCOS CENTRALES DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE, 1992-2002**



Fuente: Banco Central de Chile.

#### **4.4 TRANSPARENCIA Y COMUNICACIÓN**

Para tener políticas anti-inflacionarias exitosas, las autoridades monetarias deben afectar las expectativas de los agentes económicos y gozar de credibilidad resulta esencial. Una manera en que el banco central puede reforzar dicha credibilidad es especificando claramente sus metas y la forma en que se propone alcanzarlas, es importante lograr un consenso con los agentes económicos respecto a la autonomía del Banco y a su objetivo prioritario que es la lucha contra la inflación. La estrategia hacia una mayor comunicación constituye un complemento importante de la política monetaria.

En la medida que las acciones del Banco de México son previsibles, estas se alejan de constituir un factor de inestabilidad de los mercados, de esta manera, si hay desviaciones de corto plazo, pero existe credibilidad en las metas de mediano plazo, entonces las expectativas en los mercados financieros no se alteran. En otras palabras, las metas de mediano plazo que establece la autoridad monetaria se convierten en el ancla nominal.

En el caso de la política monetaria en México, la política monetaria restrictiva se complementa por una política activa de comunicación de política monetaria a través de informes trimestral, semestral y anual, así como boletines de prensa, publicaciones de discursos y presentaciones. Ello, a fin de fomentar las expectativas de inflación. A diferencia del Banco Central de Chile, el Banco de México no publica minutas. De hecho, de acuerdo con el artículo 45 de la Ley Orgánica del Banco de México, quienes asistan a las sesiones deberán guardar confidencialidad respecto de los asuntos que se traten en ellas, salvo autorización expresa de la Junta de Gobierno para hacer alguna comunicación.

Las decisiones de política monetaria en el caso de Chile se toman en reuniones mensuales, las cuales son anunciadas públicamente con seis meses de anticipación. Si es necesario también hay reuniones extraordinarias para la toma de decisiones. Las decisiones de política son tomadas por votación simple de los consejeros presentes en la reunión, teniendo el Presidente del Banco Central la facultad de dirimir en caso de empate. Se faculta al Ministro de Hacienda para asistir a las sesiones del Consejo del Banco Central, otorgándole derecho a voz en las deliberaciones. Transcurrido el plazo señalado y manteniéndose la mayoría de los

Consejeros a favor de la medida, la decisión del Consejo entra en vigencia con la publicación del acuerdo en el Diario Oficial.

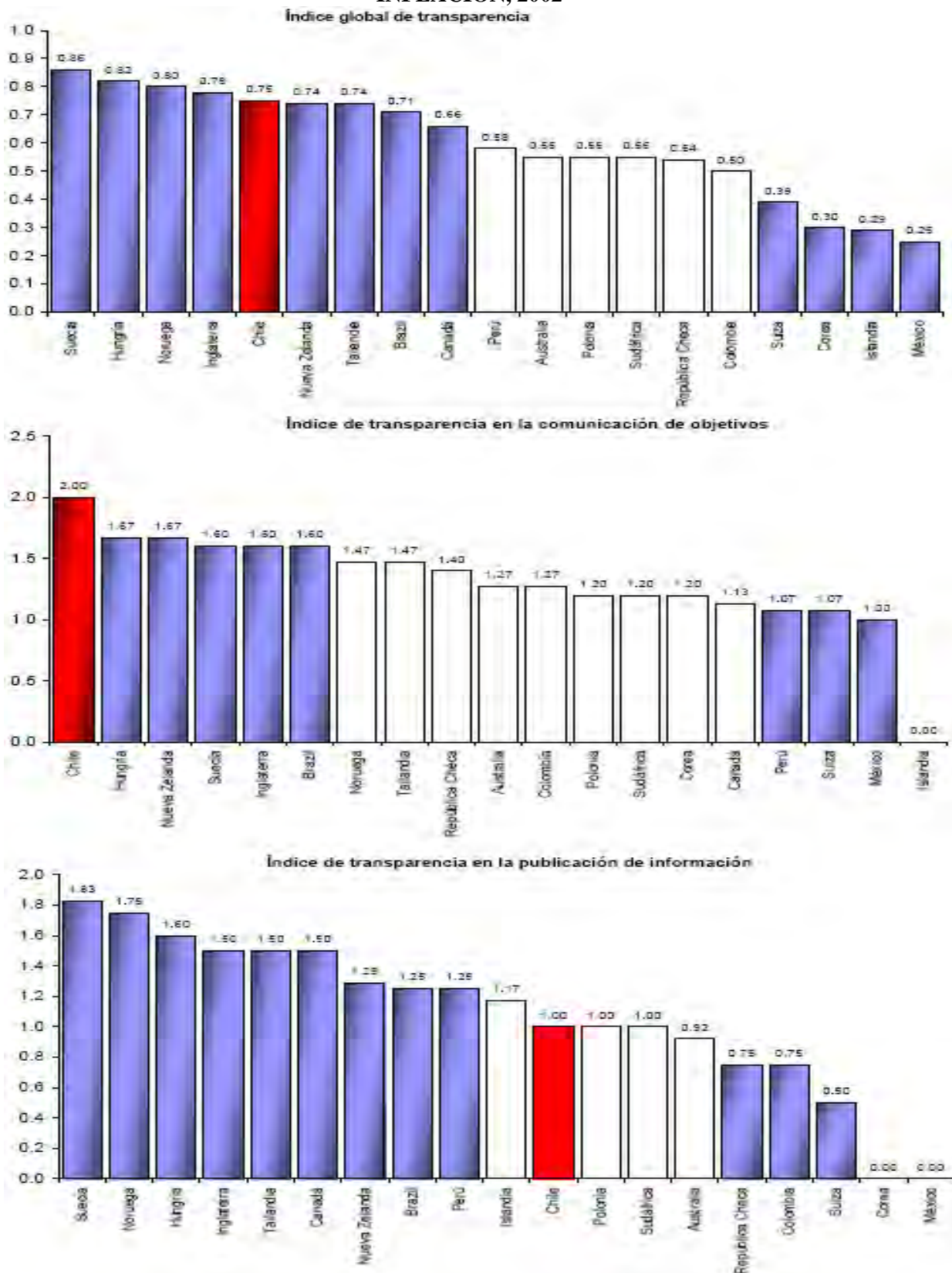
Las minutas de estas reuniones se hacen públicas el quinto día hábil bancario anterior a la fecha fijada para la Reunión de Política Monetaria siguiente, o el décimo quinto día posterior a la fecha de la sesión respectiva, en caso que no hayan transcurrido quince días desde la última sesión de Política Monetaria. El voto de cada uno de los Consejeros sobre los acuerdos adoptados se incorpora a la minuta una vez transcurridos cuarenta y cinco días desde la celebración de la sesión a que corresponde dicha minuta.

Una similitud entre los bancos centrales de ambos países es que, el Secretario o ministro de Hacienda, puede asistir con voz, pero sin voto, a las sesiones de la Junta de Gobierno, para lo cual son previamente convocados.

Además de la publicación de las minutas de las sesiones, el Banco Central de Chile publica un Informe de Estabilidad Financiera, y a partir de mayo del 2000, de un informe de política monetaria. Cada cuatro meses (enero, mayo y septiembre), este último documento presenta la evolución pasada de la inflación, un escenario base con pronósticos explícitos de inflación futura y una declaración sobre los riesgos que el Consejo del Banco Central percibe que pueden afectar el escenario base en el horizonte de los siguientes 12 a 24 meses. A través del Informe de Estabilidad Financiera, de publicación semestral, el Banco identifica los riesgos y vulnerabilidades del sistema financiero, de acuerdo con el enfoque que le compete.

De acuerdo con el estudio publicado por el Banco Central de Chile (Junio, 2006), al que se ha hecho referencia anteriormente, se compara el grado de transparencia y comunicación de 19 bancos centrales con metas de inflación, se elaboró un índice de transparencia en el cual se toman en cuenta dos aspectos importantes como son: la comunicación de los objetivos y de la toma de decisiones; así como la publicación de información económica relevante. Los resultados fueron que el Banco Central de Chile ocupa el quinto lugar de transparencia mientras que el Banco de Mexico ocupa el último lugar (ver gráfica 20).

**GRÁFICA 20**  
**ÍNDICE DE TRANSPARENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES CON METAS DE INFLACIÓN, 2002**



Fuente: Banco Central de Chile.

## 4.5 CONCLUSIÓN

Los bancos centrales de México y Chile en 1998 y 1990 respectivamente transitaron de manera gradual hacia la reducción de la inflación hasta antes de adoptar plenamente el Esquema de Objetivos o Metas de Inflación. Este Régimen con una meta explícita de largo plazo y con un rango de variabilidad de más menos 1 por ciento se adoptó en México en 2001 y en Chile en 1999.

El Régimen de Metas de Inflación se acompaña de un tipo de cambio flexible y un Banco Central Independiente a fin de que la política monetaria tenga por único el control de la inflación. Bajo éste Régimen, la meta de inflación es el ancla de la política monetaria.

En el caso del Banco Central de Chile (BCCH), la política monetaria se orienta a que la variación promedio y esperada del IPC sea cercana a 3% anual (en un rango en entre 2 y 4% anual), siendo esta la meta operacional de dicha política. Para el logro de este objetivo el BCCh determina un valor deseado para la tasa de interés interbancaria conocido como tasa de política monetaria (TPM) a mediano plazo de dos años.

De igual forma, durante el periodo de estudio en 2001 Banco de México determinó un nivel objetivo de 3% (con un rango de entre 2 y 4 por ciento anual) para la tasa de inflación del 2003 considerada de largo plazo.

El uso de un rango para la inflación en Chile, implica el reconocimiento por parte del Banco Central de que existe un grado de incertidumbre sobre el comportamiento de la economía y la inflación y sobre el rezago con el que la política monetaria afecta la inflación.

El paso de la meta de un año hacia una de mediano plazo, permite una menor probabilidad de equivocación ante *shocks* inesperados y otorga mayores holguras ante movimientos menores y de corto plazo. La selección de este rango y no de un objetivo puntual para la inflación permite acomodar diversos tipos de impactos de tal forma que la inflación tenga un margen de fluctuación en el corto plazo sin que se desvíe transitoriamente de la meta.

Durante el periodo 1996-2003, al igual que el banco central de Chile, el Banco de México llevó a cabo la política monetaria mediante la utilización de instrumentos de mercado actuando en el mercado de dinero mediante operaciones de mercado abierto y sus acciones tienen efecto sobre las tasas de interés de corto plazo (tasa de interés interbancaria) y las expectativas de inflación. El instrumento más importante utilizado fue el Régimen de Saldo Acumulados hasta abril de 2003 y el Régimen de Saldo Diarios a partir del 11 de abril de 2003, de las cuentas corrientes de los bancos comerciales en el Banco de México (corto). Mediante este instrumento, un objetivo de saldo positivo presiona una baja en las tasas de interés mientras que un objetivo de saldo negativo (dejar corto de recursos al sistema bancario a la tasa de interés vigente) o un “corto” induce un sobregiro en las cuentas corrientes de los bancos, el cual presiona un alza en las tasas de interés.

En el caso del BCCH, el instrumento más importante utilizado para intervenir en las operaciones de mercado abierto son las operaciones de compra-venta de pagarés de corto plazo y las líneas de créditos y depósitos de liquidez. Mediante ambos instrumentos el BCCh inyecta o se retira liquidez en caso de que la tasa de interés interbancaria promedio se desvíe del nivel de la TPM.

La variable operacional que han utilizado los bancos centrales de los dos países, es la tasa de interés interbancaria ya que ésta mantiene estrecha relación con el nivel de precios.

El Banco Central de Chile ha conseguido que la inflación se mantenga dentro del rango meta, aminorando el ciclo económico producto de las rigideces existentes en la economía pero, al mismo tiempo operando bajo el principio que la política monetaria es neutral en el largo plazo, por lo cual no afecta sustancialmente el crecimiento económico de tendencia.

En el caso del Banco Central de México, el esquema de saldos acumulados fue efectivo para controlar la inflación. La brecha entre las expectativas de inflación y el objetivo de inflación, después de 1998 disminuyó rápidamente y hasta 2004 se mantuvo en niveles bajos.

La política monetaria sigue una orientación contracíclica si, además de preservar la estabilidad de precios, busca evitar las variaciones extremas del gasto global, o demanda interna.

La política monetaria en Chile ha sido contracíclica mientras que la política monetaria en Mexico ha sido procíclica ya que al ser restrictiva a fin de disminuir la absorción interna de mercancías, reduce de manera indiscriminada la demanda interna lo cual ha influido negativamente en las variables reales de la economía como son la producción y el empleo.

En bancos centrales con metas de inflación, la necesidad de contar con un banco central autónomo se fundamenta en la estabilidad derivada de la política monetaria independiente del ciclo político. De acuerdo con un estudio publicado por el banco central (Junio, 2006)<sup>3</sup>, el BCCH es más autónomo que el Banco de México en aspectos como objetivos, instrumentos, duración del mandato del presidente y el financiamiento del déficit del gobierno por el banco central.

La estrategia hacia una mayor comunicación constituye un complemento importante de la política monetaria al hacerla mas efectiva.

A diferencia del Banco Central de Chile, hasta 2003 el Banco de Mexico no publicaba minutas de las reuniones ni las anunciaba con anterioridad. De acuerdo con el estudio publicado por el Banco Central de Chile (Junio, 2006), donde se compara el grado de transparencia y comunicación de 19 bancos centrales con metas de inflación, el Banco Central de Chile ocupa el quinto lugar de transparencia mientras que el Banco de México ocupa el último lugar.

---

<sup>3</sup> Ochoa Marcelo. Schmidt-Hebbel. "Banco Central de Chile en comparación con los Bancos Centrales del Mundo". Banco Central de Chile. Documentos de Trabajo. Junio, 2006.



## CONCLUSIÓN Y RECOMENDACIÓN

La conclusión de este trabajo es que dentro del periodo de estudio 1996-2003, los bancos centrales de Mexico y Chile han tenido éxito en lograr sus metas de inflación ambos bajo el esquema de metas de inflación y bajo un régimen de tipo de cambio de libre flotación.

Bajo el régimen de metas de inflación el ancla nominal de la economía es la propia tasa de inflación. Lo relevante son las tendencias en el horizonte de mediano plazo y la política se decide de acuerdo a estas tendencias, entregando las señales apropiadas al mercado, no actúa necesariamente ante desviaciones de la inflación de muy corta duración y que no arriesgan desanclar la inflación de tendencia. El tipo de cambio flexible es la principal variable que absorbe los choques externos, cambiando las señales de asignación de recursos entre los sectores comerciables y no comerciables, en lugar de que el PIB y las tasas de interés deban hacer parte significativa del ajuste.

Si bien dentro del esquema de objetivos de inflación el papel de la comunicación y transparencia juega un papel fundamental en el manejo de las expectativas de los agentes económicos a cerca del futuro de la inflación, es importante distinguir que el Banco Central de Chile se ha caracterizado por generar un mayor número de información (además anuncia sus reuniones y publica sus minutas) no solo en comparación con el Banco de Mexico sino también en comparación con bancos centrales de otros países también con metas de inflación.

Otro aspecto importante del esquema de objetivos de inflación es la existencia de un banco central autónomo en el ejercicio de sus funciones y su administración, independiente respecto del gobierno federal, cuyo objetivo principal es el control de la inflación. Cabe mencionar que los estudios realizados al respecto indican que el Banco Central de Chile es más autónomo que el Banco de Mexico en aspectos como independencia política, autonomía económica, responsabilidad frente a la sociedad.

La aplicación de la política monetaria por ambos bancos centrales ha empleado instrumentos de mercado principalmente (operaciones de mercado abierto). En Mexico el régimen de saldos acumulados y saldos diarios (el corto) se empleó como instrumento para afectar la tasa de interés interbancaria, mientras que en el caso del Banco Central de Chile se han empleado

operaciones de mercado abierto colocando o sustrayendo liquidez del mercado interbancario de muy corto plazo según sea necesario para situar a la tasa de interés interbancaria dentro del valor deseado conocido como tasa de política monetaria (TPM). Es decir, los bancos centrales de ambos países mediante el instrumento de mercado afectan indirectamente la tasa de interés de corto plazo.

En ambos países, el banco central provoca mediante variaciones en la cantidad de dinero, cambios en la tasa de interés nominal que se finalmente afectan el nivel de producto y los precios. Así, por ejemplo, una política monetaria más restrictiva, que se refleja en un aumento en la tasa de interés de política, incide en un menor gasto privado en inversión y consumo y por esa vía, afecta a la brecha entre la demanda agregada y el producto potencial y finalmente, a la inflación.

Otra conclusión fundamental está relacionada con el carácter cíclico de la aplicación de la política monetaria de los bancos centrales de ambos países. En el caso de Chile, la política monetaria sigue una orientación contracíclica que, además de preservar la estabilidad de precios, busca evitar las variaciones extremas del gasto global, o demanda interna que puedan conducir a recesión y desempleo en el mediano plazo. Mientras que en el caso de México, la política monetaria se caracterizó durante todo el periodo por ser restrictiva, incluso a principios de 2000 cuando la caída del PIB había iniciado no se llevaron a cabo medidas de política económica contracíclicas para detener la recesión (un “largo”), en vez de ello, la política monetaria continuó con el control de la inflación y la política fiscal con el equilibrio fiscal. Ello explica el crecimiento económico pobre que mostró la economía mexicana, respecto de las expectativas que se tenían para los años 2001-2003.

Por otra parte, si bien en México el tipo de cambio nominal tiene un efecto importante en el proceso inflacionario ante una devaluación del tipo de cambio que puede provocar brotes inflacionarios, el Banco de México aumenta la tasa de interés mediante una política monetaria más restrictiva (traspaso de la depreciación a la inflación). Ello se traduce en una apreciación (sobreevaluación) paulatina del tipo de cambio real con efectos negativos en el crecimiento económico.

Por todo lo anterior es importante comentar que para el caso de México se requiere la acción coordinada de los diferentes instrumentos de política económica para la consecución de

objetivos de crecimiento económico ya que si bien se ha delegado completa y exclusivamente al Banco de México el control de la inflación mediante la autonomía a dicho organismo, el logro de objetivos de inflación debe estar acompañado de una política fiscal de fomento al sector productivo de la economía. Hemos visto que las acciones de política económica de tipo restrictivas han ido en detrimento del crecimiento económico pero que sin embargo han sido exitosas para el control de la inflación. Sin embargo la evidencia muestra en el caso de Chile la aplicación coordinada de política monetaria y fiscal ha tenido efectos positivos en cuanto al control de la inflación y los resultados de crecimiento económico.

Para ello, se proponen acciones que mantengan un clima económico saludable en el cual se garantice el respeto a la ley, se vele por el cumplimiento de los contratos y se elaboren reglamentos con una visión de competencia e innovación principalmente hacia el sector productivo de la economía.

## ANEXO ESTADÍSTICO

<b>ESTADÍSTICAS MÉXICO</b>						
<b>PERIODO</b>	<b>TASA DE DESEMPLEO</b>	<b>INFLACIÓN ANUAL</b>	<b>TIPO DE CAMBIO REAL</b>	<b>TIE</b>	<b>CETES a 364 días</b>	<b>ENGRESOS VS GASTOS DEL SECTOR PÚBLICO</b>
Ene-96	N/A	51,72	1,123,933	42,66	40,91	6,627.00
Feb-96	N/A	48,95	1,100,881	40,11	43,11	6,018.00
Mar-96	N/A	43,75	1,091,333	42,93	43,77	2,071.00
Abr-96	N/A	36,93	1,045,109	36,61	38,09	13,894.90
May-96	N/A	33,83	1,019,666	30,31	34,5	25,485.90
Jun-96	N/A	31,82	1,016,749	30,11	33,56	24,373.10
Jul-96	N/A	31,03	1,017,957	33,49	34,84	24,937.70
Ago-96	N/A	30,60	997,349	29,36	32,74	30,371.70
Sep-96	N/A	30,00	982,738	26,82	30,25	29,176.40
Oct-96	7,3	28,97	98,532	28,68	28,13	32,656.40
Nov-96	6,41	27,77	1,006,416	32,28	26,97	33,244.10
Dic-96	5,39	27,70	96,189	29,92	25,71	N/A
Ene-97	6,52	26,44	920,926	25,96	25,94	14,920.80
Feb-97	6,07	25,64	883,475	22,11	24,14	16,828.80
Mar-97	5,73	24,46	888,211	23,95	24,1	18,113.40
Abr-97	6,37	22,33	87,262	23,98	24,14	27,889.40
May-97	5,85	21,23	875,437	20,65	23,06	37,290.00
Jun-97	5,01	20,35	875,427	22,53	22,61	29,405.40
Jul-97	5,87	19,70	851,635	20,50	20,73	33,890.30
Ago-97	5,43	19,18	822,018	20,64	21,18	39,054.40
Sep-97	4,83	18,76	817,306	20,23	21,22	30,733.30
Oct-97	4,86	18,24	820,284	19,70	20,13	34,409.00
Nov-97	4,58	17,77	85,782	22,17	22,05	35,549.60
Dic-97	4,02	15,72	814,202	20,48	20,04	N/A
Ene-98	5,13	15,27	794,163	19,74	19,95	9,333.30
Feb-98	5,33	15,35	817,912	20,52	20,47	9,171.40
Mar-98	4,78	15,27	815,253	21,69	21,43	2,524.40
Abr-98	4,61	15,10	803,113	20,55	20,52	14,727.90
May-98	4,82	14,97	80,532	19,90	21	18,024.10
Jun-98	4,9	15,31	818,117	21,47	23,2	8,495.50
Jul-98	4,78	15,41	809,747	21,88	24,49	12,924.80
Ago-98	4,64	15,50	830,611	25,78	27,99	17,776.40
Sep-98	4,59	15,92	930,186	42,04	ND	3,717.80
Oct-98	4,67	16,65	940,688	37,65	ND	5,651.80
Nov-98	3,7	17,41	903,109	34,78	ND	-1,317.90
Dic-98	4,01	18,61	880,316	36,69	ND	N/A
Ene-99	4,29	19,02	877,813	35,80	31,27	3,650.60
Feb-99	4,58	18,54	844,364	32,21	28,29	566.60
Mar-99	4,04	18,26	805,817	26,87	25,1	2,359.80
Abr-99	4,13	18,23	772,925	22,54	23,26	23,579.50
May-99	3,47	18,01	758,152	22,52	22,74	25,104.20
Jun-99	3,84	17,39	762,489	23,60	23,55	14,199.00
Jul-99	3,37	17,04	743,322	22,11	23,58	5,272.90
Ago-99	3,73	16,58	755,955	23,13	25,46	14,064.80

Sep-99	3,34	15,83	750,887	22,04	24,01	-2,606.50
Oct-99	3,56	14,91	770,929	20,63	22,88	-3,847.80
Nov-99	3,14	13,92	74,65	19,01	20,63	-1,290.90
Dic-99	3,1	12,32	737,027	18,75	18,76	N/A
Ene-00	3,67	11,02	733,189	18,55	18,82	5,005.40
Feb-00	3,71	10,52	713,942	18,15	17,27	2,072.80
Mar-00	3,31	10,11	69,976	15,77	15,89	13,520.60
Abr-00	3,8	9,73	700,211	14,74	17,04	25,830.90
May-00	3,69	9,48	692,793	15,92	17,61	28,705.30
Jun-00	3,07	9,41	724,554	17,44	16,88	24,553.60
Jul-00	3,17	9,12	693,807	15,13	15,84	20,886.20
Ago-00	3,82	9,10	668,275	16,62	16,95	24,462.00
Sep-00	3,81	8,85	661,065	16,77	16,11	13,892.50
Oct-00	3,01	8,91	663,733	17,38	16,66	28,870.70
Nov-00	2,77	8,87	657,016	18,64	17,12	8,009.00
Dic-00	2,76	8,96	651,595	18,39	17,12	N/A
Ene-01	3,72	8,11	679,054	18,62	17,89	18,294.30
Feb-01	4,18	7,09	672,564	18,12	18,05	15,313.80
Mar-01	3,42	7,17	654,223	17,28	16,68	13,930.30
Abr-01	3,35	7,11	628,432	16,36	15,52	33,268.50
May-01	3,8	6,95	613,673	14,09	14,24	33,460.90
Jun-01	3,27	6,57	60,393	11,64	11,99	14,891.60
Jul-01	3,61	5,88	608,204	11,10	12,82	-304.50
Ago-01	3,44	5,93	614,816	9,29	11,49	13,854.40
Sep-01	3,55	6,14	631,757	10,95	12,49	4,465.00
Oct-01	4,08	5,89	623,245	10,34	12,84	9,342.40
Nov-01	3,42	5,39	605,676	8,90	11,43	9,463.60
Dic-01	3,48	4,40	598,229	7,94	10,08	N/A
Ene-02	4,44	4,79	586,997	7,97	9,1	2,925.70
Feb-02	3,77	4,79	580,176	8,99	9,11	-3,039.70
Mar-02	3,91	4,66	555,805	8,47	8,02	-5,024.90
Abr-02	3,89	4,70	561,236	6,85	7,34	13,963.60
May-02	3,84	4,68	593,344	7,73	7,73	24,330.30
Jun-02	3,33	4,94	616,747	8,42	8,12	25,409.40
Jul-02	4,21	5,51	632,307	8,34	8,79	-2,140.90
Ago-02	4,06	5,29	62,876	7,61	8,56	1,348.30
Sep-02	4,34	4,95	639,932	8,37	8,51	11,264.80
Oct-02	3,83	4,94	638,233	8,67	9,67	8,119.00
Nov-02	3,77	5,39	645,143	8,33	9,17	11,875.60
Dic-02	2,99	5,70	649,344	8,26	8,41	N/A
Ene-03	4,11	5,16	686,853	9,14	9,84	14,497.50
Feb-03	3,86	5,52	71,361	9,91	9,19	18,168.40
Mar-03	4,03	5,64	713,156	9,96	9,12	31,585.00
Abr-03	4,16	5,25	693,138	8,58	8,33	62,660.10
May-03	3,84	4,70	689,733	5,92	6,6	65,430.70
Jun-03	4,52	4,27	708,403	5,79	6,51	62,681.70
Jul-03	4,95	4,13	697,091	5,30	6,59	38,129.60
Ago-03	5,49	4,04	709,913	4,97	6,63	45,965.70
Sep-03	5,46	4,04	72,684	5,05	6,31	45,343.30
Oct-03	5,22	3,96	759,251	5,60	5,92	45,525.20
Nov-03	5,18	3,98	749,552	5,35	6,42	52,707.40
Dic-03	4,1	3,98	772,751	6,40	6,95	N/A

DESEMPLEO. Fuente: INEGI Encuesta nacional de ocupación y empleo (ENOE) Urbana, agregado de 32 ciudades Tasa de desocupación, serie unificada. Porcentaje de la PEA.

INFLACIÓN ANUAL. Fuente: Banco de México.

TIPO DE CAMBIO REAL. Fuente: Banco de México. Índice de Tipo de Cambio Real con precios al consumidor y con respecto a 111 países base: 1990. Se refiere a la cotización promedio para solventar obligaciones en moneda extranjera. El índice de tipo de cambio real es:  $Q = (P^*/P)(E/E^*) * 100$ .

TIIE. Fuente: Banco de México. Promedio mensual en por ciento anual.

CETES Fuente: Banco de México. Tasas de rendimiento en instrumentos del mercado primario Tasas anualizadas.

INGRESO Y GASTO PÚBLICO. Fuente: INEGI.

<b>PIB TRIMESTRAL 1996-2003 (miles de pesos a precios de 1993)</b>	
Periodo	PIB TOTAL
1996/01	1.170.629.352
1996/02	1.183.799.944
1996/03	1.148.180.991
1996/04	1.256.342.084
1997/01	1.224.440.456
1997/02	1.283.060.307
1997/03	1.234.131.769
1997/04	1.340.087.631
1998/01	1.316.480.543
1998/02	1.338.329.244
1998/03	1.299.073.202
1998/04	1.376.299.514
1999/01	1.344.953.829
1999/02	1.385.042.573
1999/03	1.356.733.229
1999/04	1.450.246.602
2000/01	1.444.770.464
2000/02	1.486.878.973
2000/03	1.452.346.056
2000/04	1.518.540.666
2001/01	1.472.518.186
2001/02	1.489.086.570
2001/03	1.433.266.465
2001/04	1.497.742.629
2002/01	1.438.841.509
2002/02	1.517.485.546
2002/03	1.457.525.837
2002/04	1.527.612.155
2003/01	1.472.619.587
2003/02	1.516.234.961
2003/03	1.472.867.908
2003/04	1.559.790.759

Fuente: INEGI.

**ESTADÍSTICAS CHILE**

<b>PERIODO</b>	<b>INPC</b>	<b>TIB MENSUAL</b>	<b>TPM</b>	<b>TPM MENSUAL</b>	<b>INFLACION</b>	<b>INFLACION SUBYACENTE</b>	<b>TIPO DE CAMBIO</b>	<b>DESEMPLEO</b>
Ene.96	84,73	0,79	6,70	0,07	7,8	6,7	408,53	7,0
Feb.96	85,16	0,85	6,70	0,07	7,8	6,9	410,97	7,0
Mar.96	85,78	0,98	6,70	0,08	7,9	7	411,55	6,6
Abr.96	86,65	1,25	7,31	0,10	8,4	7	408,42	6,1
May.96	87,35	1,53	7,50	0,13	8,6	7,5	406,23	6,3
Jun.96	87,72	1,43	7,50	0,12	8,3	7,8	409,85	6,6
Jul.96	87,97	1,10	7,50	0,09	7,7	8	410,72	7,1
Ago.96	88,35	0,92	7,50	0,08	6,4	7,5	411,1	7,0
Sep.96	88,78	0,98	7,50	0,08	6,3	7,2	411,84	6,8
Oct.96	89,42	1,07	7,50	0,09	6,2	7,1	415,55	6,2
Nov.96	89,77	1,27	7,50	0,11	6,6	6,9	420,03	5,9
Dic.96	90,1	1,07	7,50	0,09	6,6	6,8	422,41	5,4
Ene.97	90,55	0,99	7,50	0,08	6,9	6,4	423,79	5,4
Feb.97	91,31	1,09	7,31	0,09	7,2	6,1	416,19	5,4
Mar.97	91,59	1,30	7,25	0,11	6,8	6	414,05	5,8
Abr.97	91,9	1,01	7,10	0,08	6,1	5,7	417,58	6,0
May.97	92,11	0,86	7,00	0,07	5,4	5	418,61	6,3
Jun.97	92,33	0,78	6,80	0,07	5,3	4,7	417,3	6,6
Jul.97	92,89	0,74	6,75	0,06	5,6	4,6	416,61	6,7
Ago.97	93,26	1,03	6,75	0,09	5,6	4,4	414,85	6,7
Sep.97	94,13	0,99	6,53	0,08	6	4,6	414,9	6,7
Oct.97	95,28	1,28	6,50	0,11	6,6	4,5	414,41	6,4
Nov.97	95,41	1,66	6,50	0,14	6,3	4,5	424,96	6,0
Dic.97	95,54	0,95	6,50	0,08	6	4,7	438,29	5,3
Ene.98	96,21	1,44	6,88	0,12	6,2	4,9	453,39	5,2
Feb.98	96,08	1,29	8,35	0,11	5,2	4,9	448,53	5,1
Mar.98	96,46	0,77	8,50	0,06	5,3	5	452,53	5,3
Abr.98	96,84	0,97	8,50	0,08	5,4	5,4	453,74	5,3
May.98	97,02	1,07	8,50	0,09	5,3	5,7	453,42	5,7
Jun.98	97,35	1,34	8,50	0,11	5,4	5,8	456,19	6,1
Jul.98	97,77	1,51	8,50	0,13	5,3	5,9	464,64	6,5
Ago.98	98,1	1,39	8,50	0,12	5,2	5,9	471,26	6,9
Sep.98	98,61	2,22	10,98	0,19	4,8	5,7	470,5	6,9
Oct.98	99,4	1,43	12,76	0,12	4,3	6,1	463,6	7,0
Nov.98	99,49	1,51	9,81	0,13	4,3	6,1	463,26	7,3
Dic.98	100	0,94	8,33	0,08	4,7	6,1	472,39	7,3
Ene.99	99,67	1,02	7,72	0,09	3,6	5,8	475,68	7,6
Feb.99	99,74	0,50	7,25	0,04	3,8	5,6	493,45	7,7
Mar.99	100,37	0,55	7,22	0,05	4,1	5,5	492,48	8,4
Abr.99	100,75	1,01	6,57	0,08	4	4,9	482,33	8,9
May.99	100,87	0,93	6,10	0,08	4	4,5	485,04	10,1
Jun.99	101,01	0,62	5,54	0,05	3,8	4,2	502,17	11,1
Jul.99	101,08	0,50	5,00	0,04	3,4	3,7	516,74	11,5
Ago.99	101,28	0,50	5,00	0,04	3,2	3,4	513,03	11,9
Sep.99	101,51	0,58	5,00	0,05	2,9	3,2	524,55	11,8
Oct.99	101,87	0,60	5,00	0,05	2,5	2,6	538,8	11,4
Nov.99	102,04	0,76	5,00	0,06	2,6	2,5	543,63	10,4
Dic.99	102,31	0,64	5,00	0,05	2,3	2,1	537,42	9,3

Ene.00	102,49	0,67	2,02	0,06	2,8	2,2	520,45	8,8
Feb.00	103,06	0,66	5,25	0,06	3,3	2,7	512,85	8,4
Mar.00	103,81	0,92	5,37	0,08	3,4	2,9	505,54	8,6
Abr.00	104,31	1,12	5,50	0,09	3,5	2,8	508,1	8,9
May.00	104,53	0,98	5,50	0,08	3,6	2,7	521,66	9,3
Jun.00	104,77	0,73	5,50	0,06	3,7	2,7	529,74	9,9
Jul.00	104,91	0,64	5,50	0,05	3,8	2,7	542,75	10,7
Ago.00	105,18	0,56	5,43	0,05	3,9	2,8	550,99	11,1
Sep.00	105,82	0,66	5,00	0,06	4,2	3	565,9	11,3
Oct.00	106,46	0,92	5,00	0,08	4,5	3,1	567,84	10,6
Nov.00	106,82	1,00	5,00	0,08	4,7	3,3	525,14	10,0
Dic.00	106,94	0,77	5,00	0,06	4,5	3,4	574,63	8,9
Ene.01	107,3	0,54	4,90	0,05	4,7	3,4	571,12	9,0
Feb.01	106,97	0,63	4,68	0,05	3,8	2,7	563,13	9,0
Mar.01	107,48	0,21	4,05	0,02	3,5	2,5	587,79	9,5
Abr.01	107,97	0,62	3,84	0,05	3,5	2,5	598,63	9,7
May.01	108,44	0,80	3,75	0,07	3,7	2,6	604,48	10,3
Jun.01	108,5	0,74	3,59	0,06	3,6	2,7	616,07	10,4
Jul.01	108,29	0,44	3,50	0,04	3,2	3,1	656,46	10,5
Ago.01	109,16	6,01	6,50	0,50	3,8	3,5	673,7	10,5
Sep.01	109,96	6,50	6,50	0,54	3,9	3,6	681,24	10,9
Oct.01	110,11	6,64	6,50	0,55	3,4	3,8	708,1	10,4
Nov.01	110,1	6,50	6,50	0,54	3,1	3,7	689,4	9,6
Dic.01	109,76	6,62	6,50	0,55	2,6	3,2	669,14	8,6
Ene.02	109,67	6,21	6,16	0,52	2,2	3,3	667,28	8,8
Feb.02	109,68	5,85	5,83	0,49	2,5	3,4	678,84	9,1
Mar.02	110,26	5,03	5,05	0,42	2,6	3,3	663,26	9,6
Abr.02	110,67	4,74	4,75	0,40	2,5	3,1	650,82	9,6
May.02	110,77	4,29	4,23	0,36	2,1	3	653,91	9,9
Jun.02	110,63	3,99	4,00	0,33	2	2,7	673,77	10,3
Jul.02	111,12	3,54	3,54	0,30	2,6	2,5	696,3	10,3
Ago.02	111,54	3,08	3,07	0,26	2,2	2,2	702,31	10,5
Sep.02	112,48	3,00	3,00	0,25	2,3	2	726,88	10,6
Oct.02	113,46	2,99	3,00	0,25	3	2	742,29	10,5
Nov.02	113,36	3,00	3,00	0,25	3	1,8	709,84	9,7
Dic.02	112,86	3,03	3,00	0,25	2,8	1,8	701,95	8,7
Ene.03	112,97	2,81	2,82	0,23	3	1,7	722,28	8,5
Feb.03	113,88	2,76	2,75	0,23	3,8	2,1	745,21	8,8
Mar.03	115,21	2,67	2,75	0,22	4,5	2,4	742,93	9,2
Abr.03	115,1	2,74	2,75	0,23	4	3,1	718,25	9,6
May.03	114,66	2,75	2,75	0,23	3,5	2,8	703,58	9,8
Jun.03	114,66	2,73	2,75	0,23	3,6	2,7	709,18	10,1
Jul.03	114,56	2,74	2,75	0,23	3,1	2,5	701,14	10,1
Ago.03	114,75	2,75	2,75	0,23	2,9	2,3	703,77	10,4
Sep.03	114,97	2,74	2,75	0,23	2,2	2,3	675,44	10,4
Oct.03	114,79	2,75	2,75	0,23	1,2	2,1	646,07	9,9
Nov.03	114,44	2,75	2,75	0,23	1	1,8	625,47	9,1
Dic.03	114,07	2,45	2,45	0,20	1,1	1,6	603,31	8,5

INPC. Fuente: Banco Central de Chile (Diciembre 1998=100).

TIB MENSUAL. Fuente: Banco Central de Chile (promedio del mes en %).

TPM. Fuente: Banco Central de Chile. La tasa de política monetaria (TPM), es la tasa de interés objetivo para las operaciones interbancarias que el Banco Central procura lograr mediante sus instrumentos de política monetaria: operaciones de mercado abierto, facilidades de crédito y depósito. Hasta el 8 de agosto de 2001, la



tasa de interés de política de Banco Central de Chile era expresada en términos reales. Dichos datos han sido expresados en términos nominales en base 360 días estableciendo inicialmente un valor de 6,5% anual para la tasa de interés de política monetaria.

TPM MENSUAL. Fuente: Banco Central de Chile.

IPC Fuente: Banco Central de Chile. (Diciembre 1998=100).

INFLACION SUBYACENTE. Fuente: Banco Central de Chile. Índice de precios al consumidor menos frutas y verduras frescas y combustibles.

TIPO DE CAMBIO. Fuente: INEGI. Con base en cifras del Fondo Monetario Internacional (FMI). Estadísticas Financieras Internacionales. Se refiere al Peso, moneda de curso legal utilizada en Chile al tipo de cambio considerado a valor de mercado.

DESEMPLEO. Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas. Promedios móviles trimestrales terminados en el mes que se indica. Considera la población de 15 años y más.

<b>PIB TRIMESTRAL 1996-2003 (millones de pesos a precios de 1996)</b>	
<b>PERIODO</b>	<b>PIB TOTAL</b>
1996/01	7721287
1996/02	7882168
1996/03	7617116
1996/04	8016717
1997/01	8073545
1997/02	8369224
1997/03	8183087
1997/04	8674838
1998/01	8619360
1998/02	8838068
1998/03	8447411
1998/04	8471758
1999/01	8407189
1999/02	8474794
1999/03	8352188
1999/04	8880872
2000/01	8873028
2000/02	8903787
2000/03	8702711
2000/04	9166967
2001/01	9219061
2001/02	9328806
2001/03	8929991
2001/04	9372430
2002/01	9368957
2002/02	9460906
2002/03	9140596
2002/04	9684679
2003/01	9760624
2003/02	9864155
2003/03	9536905
2003/04	9968373

Fuente: Banco Central de Chile.

## BIBLIOGRAFÍA

1. Ampudia Márquez Nora C. “Treinta años de política monetaria en México. 1970-2000”. p. 119. En “Hacia una política monetaria y financiera para el cambio estructural y el crecimiento”. Ortiz Cruz Etelberto (coordinador). P y V editores. UAM. México 2003.
2. Aparicio Cabrera Abraham. “Política monetaria en la economía mexicana”, revista Economía Informa, núm. 318, julio-agosto 2003.
3. Banco Central de Chile. Informe de Política Monetaria. Septiembre, 2000.
4. Banco Central de Chile. Publicación “La política monetaria del Banco Central de Chile en el marco de metas de inflación”. Enero, 2007.
5. Banco Central de Chile. Publicación “Política monetaria del Banco Central de Chile: Objetivos y transmisión”. Publicación del Banco Central de Chile. Mayo 2000.
6. Banco Central de Chile. Publicación “El banco central de Chile en comparación con los bancos centrales del mundo. N° 367. Junio 2006.
7. Banco de México. Publicación “Instrumentación de la política Monetaria a través de un Objetivo Operacional de Tasa de Interés (Anexo 3 del Informe sobre Inflación Julio-Septiembre 2007)
8. Banco de México. Publicación “La Conducción de la Política Monetaria del Banco de México a través del Régimen de Saldos Acumulados”, 2003.
9. Borja M. Francisco. “El Banco de México” FCE. 1996.
10. Calva José Luis. “México: La estrategia macroeconómica 2001-2006. Promesas, resultados y perspectivas”, revista Problemas del Desarrollo. Vol. 36, núm. 143, octubre-diciembre 2005.

11. Corbo Vittorio (Gobernador del Banco Central de Chile). "Monetary Policy and Central Bank Independence in Chile". Documento preparado para la conferencia del Banco de México. Noviembre 14-15, 2005.
12. Croce Enzo, S. Khan. "Regímenes monetarios y metas inflacionarias explícitas". Finanzas y desarrollo, septiembre de 2000.
13. Cuadrado Roura Juan R. (coordinador). "Introducción a la Política Económica". McGraw Hill. México. 1995.
14. Díaz Bautista Alejandro. "La política monetaria y el corto en México". Revista Economía Informa, núm. 319, septiembre 2003.
15. Fernández Díaz Andrés. José Alberto Parejo Gámir, Luis Rodríguez Sáiz. "Política económica" Ed. McGraw Hill. México. 2006.
16. Froyen Richard T. "Macroeconomía. Teorías y Políticas". Ed. McGraw Hill. México. 1995.
17. Galindo Luis Miguel. "Banco de México: política monetaria de metas de inflación". Revista Economía UNAM, vol. 3, num. 9. agosto 2006.
18. Krugman Paul y Wells Robin. "Introducción a la economía. Macroeconomía". Ed. Reverté. España, 2006.
19. Mántey de Anguiano Guadalupe. "Lecciones de economía monetaria". México UNAM, Unidad Académica de los Ciclos Profesional y de Posgrado del Colegio de Ciencias y Humanidades. Facultad de Economía, 1997.
20. Ochoa Marcelo. Schmidt-Hebbel. "Banco Central de Chile en comparación con los Bancos Centrales del Mundo". Banco Central de Chile. Documentos de Trabajo. Junio, 2006.

21. Martínez Lorenza, Sánchez Oscar, Werner Alejandro. “Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México”. Publicación del Banco de México, marzo 2001.
22. Massad A. Carlos. “Efectividad de la política monetaria en Chile y reactivación económica”. Boletín del CEMLA, julio septiembre de 2002.
23. Massad A. Carlos. “Implementación de la política monetaria en Chile”. Boletín del CEMLA, julio agosto 2000.
24. Massad A. Carlos. “Políticas del Banco Central de Chile. 1997-2003”. Publicación del Banco Central de Chile. 2003.
25. Mateos Calixto y Moisés J. Schwartz “Metas de inflación como instrumento de política monetaria”. Publicación del Banco de México No. 9702, Mayo 1997.
26. Mies Verónica, Morandé Felipe y Tapia Matías. “Política Monetaria y Mecanismos de Transmisión”. Premio de Banca Central "Rodrigo Gómez 2003". CEMLA, Marzo 2004.
27. Nieto Parra Sebastián. “Estabilidad del sistema financiero y regulación de capital: El caso de los países latinoamericanos. ICE. Diciembre 2005. N. ° 827.
28. Ortiz Soto Oscar Luis. El dinero. La teoría, la política y las instituciones. Fac. de Economía. 2001.
29. Pierre Richard Agénor y Meter J. Montiel. “La macroeconomía del desarrollo”. Ed. FCE, 2000.
30. Ramírez Solano Ernesto. “Moneda, banca y mercados financieros”. Ed. Prentice Hall. México, 2001.
31. Samuelson Paul A. y Nordhaus D. William. “Economía”. Mc Graw Hill. Ed. 16. España, 1999.

32. Schwartz Rosenthal, Moisés. “Consideraciones sobre la Instrumentación Práctica de la Política Monetaria”. Publicación del Banco de México núm. 9804, Octubre 1998.
33. Sloman John. “Introducción a la macroeconomía”. 3ed. Prentice Hall. México. 1997.
34. Stiglitz Joseph E. “El rumbo de las reformas. Hacia una nueva agenda para América Latina”, revista de la CEPAL, núm. 80, agosto 2003.
35. Vázquez Pando Fernando Alejandro. “Derecho Monetario Mexicano”. Ed. Harla. México 1991.
36. Zahler Roberto. “La política macroeconómica de Chile en los noventa: la visión del banco central”. Boletín del CEMLA, mayo junio 1998.
37. Programas monetarios del Banco de Mexico para los años 1996, 1997, 1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003.

Páginas electrónicas:

- [www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)
- [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)
- [www.inegi.org.mx](http://www.inegi.org.mx)