



Impacto macroeconómico del aumento de la tasa de interés

La política monetaria implementada por el Banco Central sigue un esquema de metas de inflación para la estabilidad del nivel de precios, esquema que tradicionalmente ha estado vinculado a la adopción de la tasa de interés (TPM) como instrumento operativo de la política monetaria. El propósito de lo anterior es mantener una inflación baja y estable, con el objeto de encaminar la economía por una ruta de crecimiento sostenido, pleno empleo, progreso y bienestar para la población.

Para identificar las modificaciones que el Banco Central debe realizar a la TPM, se establece una función de reacción o regla de política monetaria. En el caso particular de la Regla de Taylor (1993), las autoridades deciden con antelación cuáles son los ajustes necesarios en la tasa de interés de política para alcanzar o mantener determinado nivel de inflación para

un horizonte determinado. Estos ajustes en la tasa de interés surgen de desvíos entre las estimaciones de la tasa de inflación y su nivel meta, así como de presiones de demanda que se manifiestan en la brecha del producto proyectado respecto del producto potencial de la economía. Es decir, cuando el nivel de producción y la tasa de inflación exceden su objetivo, se incrementa la tasa de interés con el fin de reducir la demanda agregada. En la situación inversa, si la producción y la inflación caen por debajo del objetivo, se recomienda recortar la tasa de interés para aumentar la demanda agregada.

Este tipo de regla permite eliminar en buena medida la incertidumbre que se relaciona con el comportamiento del nivel general de precios, tanto para los agentes económicos locales como para los extranjeros. Por ende, en una economía como la chilena, con altos índices de crecimiento, principalmente en los sectores transables (vinculados al comercio ex-

AUTORES: GUSTAVO DÍAZ Y STEFANO ZECCHETTO,
ECONOMISTAS.

VOL. IV Nº 145 04 FEBRERO 2022 0719-0298

terior), que produce un leve sesgo al alza en la inflación, es inevitable el uso de reglas. Las decisiones de política económica basadas en reglas, más que en discrecionalidad, permiten emitir señales tanto al sector público como al privado, dándole un marco de estabilidad para el desempeño de sus actividades.

Aunque una alteración en la TPM inequívocamente provoca cambios en el mismo sentido sobre otras tasas de corto plazo (a pesar de que algunas se ajusten lentamente), el impacto sobre las tasas de interés a plazos más largos puede ir en cualquier dirección.

Y es que las tasas de interés de largo plazo guardan una relación tenue con la política monetaria porque están expuestas diversos elementos que inciden sobre las perspectivas económicas de largo plazo. El propio Banco Central lo ha explicitado en el último Informe de Política Monetaria, al señalar que “por un lado, existen factores positivos, como una mejora en las pers-

pectivas de crecimiento. En esta situación, el aumento de la tasa será el reflejo de un mejor panorama económico y, por lo tanto, entrega una señal positiva para los mercados que supera al impacto de un mayor costo de financiamiento. Por otro lado, existen factores negativos, como el incremento del riesgo. En esta situación, el aumento de la tasa será reflejo de un panorama menos auspicioso y, por lo tanto, entrega una señal negativa para los mercados que amplifica el impacto de un mayor costo de financiamiento”.

En este escenario, cabe preguntarse cuál sería el efecto macroeconómico de los últimos movimientos de la TPM establecidos por el Banco Central.

En Chile, la principal tasa *benchmark* de interés de largo plazo (BTP-10) acumula un alza del orden de 300 puntos base desde 2021. Estos aumentos son significativos no solo en comparación a estos últimos, sino también contra su propia historia reciente, llegando en un período

de pocos meses hasta niveles no vistos en más de una década. Una descomposición estructural del incremento de las tasas largas muestra que el principal factor tras él ha sido la mayor percepción de riesgo, seguido por las mejores perspectivas de crecimiento para este año, de acuerdo con los análisis del Banco Central.

Varias son las razones que permiten explicar lo anterior. Por un lado, el fuerte impulso a la demanda ligado a los masivos retiros de ahorros previsionales y transferencias fiscales ha elevado las expectativas y riesgos de una mayor inflación, gatillando el ajuste realizado e la TPM por parte del órgano emisor. Por otro lado, el aumento significativo de los premios por riesgo asociados, en buena medida, a los retiros previsionales y a la incertidumbre relacionada con la discusión sobre cambios estructurales en el modelo económico chileno. En consecuencia, las tasas de interés suben por razones de sorpresas de crecimiento y también por mayores percepciones de riesgo.

Tasa de Interés a 10 Años Plazo (BTP-10)

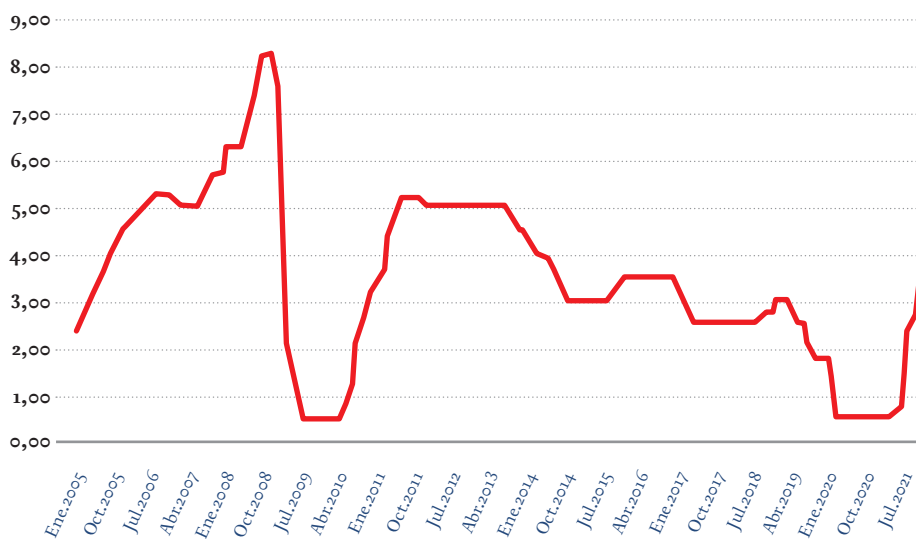
(Cifras en %)



*Fuente: Elaboración propia, Banco Central.

Tasa de Política Monetaria

(Cifras en %)



*Fuente: Elaboración propia, Banco Central.

El Banco Central es claro al señalar que, al realizar una descomposición estructural de la tasa de interés de largo plazo, de los 300 puntos base que ha aumentado desde 2021, el factor principal ha sido la mayor percepción de riesgo, que explica cerca de un tercio del incremento en la tasa de interés. Algo más atrás se ubica el factor relacionado con las expectativas de crecimiento, que explica algo menos de 90 puntos base del alza. Mientras, el diferencial restante obedece a mayores expectativas de inflación (en torno a 50 puntos base).

Para cuantificar el efecto macroeconómico de un shock donde aumenta el riesgo, es necesario aislarlo de otros desarrollos que están ocurriendo en la economía al mismo tiempo. Además, se debe considerar que un incremento del riesgo tiene efectos sobre otras variables, como el consumo y la inflación, y que también afectan a la inversión. Utilizando un modelo empírico, el Banco Central obtuvo que un shock de riesgo puro de las características del observado desde

principios de 2021 resulta en una contracción de la formación bruta de capital fijo de entre 1% y 1,5% al cabo de cuatro trimestres.

Estos resultados son opuestos a los que ocurrirían si la misma alza de la tasa a 10 años estuviera causada por mejores perspectivas de crecimiento. El mismo modelo indica que ante un shock en las expectativas de crecimiento que aumenta la tasa a dos años en 100 puntos base, la inversión se incrementaría en torno a 2%, lo que se iría diluyendo con el paso del tiempo. En el escenario central del Informe de Política Monetaria de diciembre pasado, el Banco Central prevé una contracción de la Formación Bruta de Capital Fijo (Inversión real) para este año del orden de 2,2% anual, dando cuenta del efecto que el deterioro de las condiciones financieras tiene sobre este componente de la demanda.

Una conclusión de estos resultados apunta a que los movimientos en la tasa de interés son respuesta a las variaciones en las condiciones

económicas, tanto por parte de un mayor/menor crecimiento económico, como de las volatilidades propias de los distintos escenarios de riesgo y sus balances estructurales. Una gran parte de esta evidencia se corrobora a la luz de la conveniencia de seguir reglas de política monetaria, como se hace en el caso de Chile.

Desde el trabajo incipiente de Sargent y Wallace, en que se analiza el uso de reglas, se distinguen modelos estructurales con parámetros conocidos que explican la relación de producción a volatilidad económica versus los modelos en que se desconocen tales parámetros, es decir los modelos de expectativas racionales. En los primeros, se puede determinar, a través de la discrecionalidad, una menor volatilidad económica. En cambio, en los modelos con expectativas racionales de Lucas se tiende al uso de reglas, en los que cualquier política es óptima. En este sentido, hay que distinguir entre reglas anunciadas y reglas no anunciadas. Lo importante es que el sistema sea conocido con el fin de eliminar el factor sorpresa, lo que propende a una mayor estabilidad en la economía cuando se opta por reglas anunciadas.

En Chile, se pone en evidencia la implementación de reglas anunciadas, lo que ha inducido a dar estabilidad a la economía, disminuyendo su volatilidad. Es decir, la volatilidad de tasas de interés sí es aplicada en el contexto de políticas de estabilización. Si las autoridades siguen una regla anunciada con el objetivo de disminuir la volatilidad de las tasas de interés, podrán realizarlo sin que los agentes económicos reaccionen sorpresivamente, puesto que han internalizado la información con tiempo. **IL**