



## Sobrerreacción y rezagos en política monetaria

Uno de los mayores desafíos en el manejo de la política monetaria es que esta actúa sobre la economía con “rezagos largos y variables”. Este último término, propuesto por el connotado economista norteamericano Milton Friedman en 1959, se traduce en que por una parte cambios en la tasa de interés de política toman tiempo en impactar la economía (rezagos largos) y que, por otra, la magnitud de la demora es incierta y puede variar significativamente (rezagos variables).

Esta característica en el funcionamiento de la política monetaria tiene, entonces, al menos dos implicancias. Primero, dado que la política monetaria actual solo va a afectar a la economía en el futuro distante, no es óptimo el reaccionar en demasía al último dato sino más bien utilizar múltiples indicadores macroeconómicos para evaluar el estado de la economía y proyectar su evolución en base al impulso monetario pasado. O sea, hay que apuntar a donde va a estar la economía en uno o dos años para calibrar la política monetaria actual. Segundo, la política monetaria debe de ser clara y consistente de manera que pueda actuar a



**DALIBOR ETEROVIC**  
GERENTE DE MONEDAS,  
TASAS Y RF CUANTITATIVA,  
LARRAINVIAL ASSET  
MANAGEMENT

**“Tanto el banco central norteamericano, como el chileno, se aprecian dando demasiado peso a la coyuntura en su manejo monetario, junto con una falta de claridad en las decisiones de política”.**

través del sistema económico. Si se cambia la tasa a cada rato o en forma impredecible, el efecto final sobre la demanda se reduce.

Bajo este prisma, tanto el banco central norteamericano como el chileno se aprecian dando demasiado peso a la coyuntura en su manejo monetario, así como falta de claridad en las decisiones de política. A modo de ejemplo, la inflación (PCE) en EEUU está corriendo entre 2,3% y 2,9% en 12 meses, dependiendo de la medida que se utilice. Hasta el dato de inflación de junio, el mercado no tenía incorporado ningún recorte de tasas este año. Esto era consistente con las proyecciones entregadas por la Reserva Federal donde la mediana de los miembros esperaba a lo más un recorte en 2024. Bastaron dos registros de inflación algo por debajo de lo esperado para que hoy en día se esperen cuatro recortes de 25 puntos base (pb) este año y la Fed con alta probabilidad comenzará a bajar la tasa en su reunión de septiembre.

En Chile, la situación es similar. La inflación hace solo un par de meses corría en 3,4% en 12 meses, muy cerca de la meta y la postura del Banco Central parecía indicar que la TPM llegaría a

niveles neutrales en la primera mitad del próximo año, en un ambiente en que el diferencial de tasas de interés con EEUU y su efecto sobre el CLP eran de menor relevancia. Aquí bastó que se incorporara el reajuste de precios de energía, congelados desde finales de 2019, en las proyecciones de inflación para este y el próximo año para que el Banco Central cambiara su sesgo a restrictivo y anclara su política monetaria a una Fed que en ese momento no tenía bajas de tasas próximas.

Por el lado de la consistencia, según sus propias proyecciones, ambos bancos centrales se mantendrían restrictivos, al menos, hasta la segunda mitad del próximo año. Sin embargo, reglas de política tradicionales a la Taylor indican que el grado restricción estaría muy alto. Por ejemplo, la Fed de Cleveland estima que bajo esta regla la tasa debiese de estar al menos 100 pb por debajo de la actual. Para Chile, asumiendo brechas cerradas y usando el IPC subyacente, la regla monetaria indicaría que la TPM debiese ya estar en rango neutral de 4%. En resumen, los riesgos sobre la actividad de demorar bajas de tasas están aumentando.