

SOBRE LA POLITICA MONETARIA

- El fuerte crecimiento experimentado por el dinero (M1A) durante el primer trimestre del presente año ha promovido cierta controversia respecto de cuáles deben ser las variables sobre las que el Banco Central debe ejercer un mayor control, de modo de asegurar un cuadro duradero de estabilidad macroeconómica.
- Entre los especialistas, se observa un grado importante de coincidencia en torno a que los cambios en el dinero tienden a afectar en forma apreciable la trayectoria del ingreso nominal.
- Las dificultades encontradas para explicar los movimientos de corto plazo del ingreso nominal sobre la base de las variaciones en el dinero, han llevado a los bancos centrales de economías industrializadas a utilizar la tasa de interés de algún instrumento financiero como principal herramienta para conseguir un crecimiento de la liquidez compatible con ciertas metas de inflación, tipo de cambio nominal o balanza de pagos.
- El objetivo de alcanzar en el mediano plazo un crecimiento del dinero que sea coherente con un cuadro de estabilidad de precios y en las cuentas externas, no es incompatible con el uso de las tasas de interés como indicador de corto plazo de la política monetaria. En efecto, el crecimiento de los agregados monetarios puede administrarse por la vía de cambios en la tasa de interés de los instrumentos de deuda no monetaria del Banco Central.
- Un aspecto fundamental para el logro de un manejo monetario coherente con el buen desempeño de una economía de mercado lo constituye la existencia de reglas disciplinarias que restrinjan el grado de discrecionalidad del Banco Central. Esto es particularmente importante si se decide desechar el uso de metas cuantitativas sobre el crecimiento de los agregados monetarios y se privilegia la tasa de interés de los instrumentos de deuda del instituto emisor como herramienta de política.
- En un marco institucional en el que se consagra la autonomía del instituto emisor, al Congreso le corresponde la responsabilidad de fiscalización de sus gestiones. Junto con la evaluación del desempeño de las autoridades monetarias sobre la base del comportamiento de indicadores tradicionales como la inflación, la variación de las reservas internacionales, la cantidad de dinero, etcétera, parece conveniente agregar a éstos la evolución que observen los resultados operacionales del Banco Central. Ello, por cuanto la acumulación de pérdidas no sólo restringirá en el futuro el margen de maniobra de la política monetaria, sino que, además, puede constituirse en un factor de inestabilidad en la economía.

1 Frente a las críticas e inquietudes originadas por el fuerte crecimiento experimentado por el dinero (M1A) durante el primer trimestre del presente año,¹ las autoridades del Banco Central han reaccionado desestimando la validez de dichas aprensiones. Así, se ha indicado que el aumento en el *stock* real de dinero registrado durante los últimos meses sería coherente con un incremento similar de la demanda por el mismo, dada la apreciable caída del costo de mantener dinero durante el primer trimestre del presente año.² Por otra parte, las autoridades del instituto emisor también han mencionado que el crecimiento del dinero no es un objetivo dentro de la política del mismo, siendo la tasa de interés la variable fundamental sobre la cual se estructura lo que podría denominarse como el "programa monetario".

2 Desde luego, las explicaciones mencionadas constituyen un antecedente valioso para la evaluación de la forma en que el Banco Central adecua las herramientas de que dispone ante los posibles cambios en los escenarios interno y externo. En particular, no ha dejado de sorprender la afirmación referente a la relativa irrelevancia del comportamiento del dinero como objetivo de la política monetaria, constituyendo éste un planteamiento altamente "heterodoxo", luego de largos años en los cuales la atención de los analistas se concentró en el ritmo de crecimiento del dinero para examinar el comportamiento del gasto interno.³

3 Dado que la forma en que se administre la política monetaria tiene importantes consecuencias sobre el desempeño de las economías, es necesario examinar la naturaleza de la gestión monetaria del instituto emisor. En particular, en un contexto en el cual se ha

¹ Este alcanzó a 40,9% respecto de igual período del año 1990.

² La tasa de interés de captación para operaciones no reajustables a menos de 90 días alcanzó un promedio de 0,83% en el trimestre mencionado, la que se compara con un promedio de 3,16% en el trimestre inmediatamente anterior y de 2,7% en el primer trimestre de 1990.

Durante el primer trimestre del presente año la tasa de inflación alcanzó un promedio de 0,56%, mientras que en igual período del año anterior fue 1,73%, cifra idéntica a la registrada en el último trimestre de 1990. Por su parte, la tasa de interés real —medida por la tasa para captaciones reajustables entre 90 y 365 días— observó un promedio de 6,00% en el primer trimestre del presente año, en tanto que en igual período del año pasado éste fue 11,89%, mientras que en el último trimestre de 1990 dicho promedio alcanzó a 6,38%.

³ De hecho, fue precisamente el diagnóstico de que el dinero había crecido en forma exagerada entre 1988 y 1989 lo que motivó la aplicación de una enérgica política de ajuste en el nivel de gasto en 1990.

establecido su autonomía respecto de las restantes instituciones que participan del proceso de diseño e implementación de la política económica.

4 Por otra parte, también es importante establecer ciertos criterios de evaluación a la eficiencia con la que el Banco Central persigue el logro de sus objetivos, especialmente en lo que se refiere al establecimiento de un cuadro de estabilidad de precios y en los pagos externos.

Objetivos y herramientas de la política monetaria

5 En la evaluación de la política monetaria es necesario distinguir el conjunto de procedimientos mediante los cuales ella se implementa, de los objetivos de la misma. Así, no obstante que el propósito de las autoridades del Banco Central sea el de alcanzar un suministro de liquidez a la economía, compatible con un cuadro de estabilidad macroeconómica, la forma específica en que se propenda el logro de estos objetivos atraviesa por la selección de los instrumentos más adecuados y el diseño de una estrategia óptima para la consecución de los objetivos antes señalados.

6 En la medida en que el objetivo de la política monetaria sea sostener un ritmo de crecimiento del gasto agregado compatible con la estabilidad macroeconómica, tanto en materia de precios como en los pagos externos, entonces un aspecto primordial dentro del diseño de esta política será la identificación de uno o más indicadores, fácilmente observables, cuya evolución se relacione estrechamente con el gasto interno. De este modo, en la medida en que se detecte un crecimiento más acelerado en estos indicadores, se podrá pronosticar que variables como la inflación, las importaciones y las remuneraciones nominales observarán más tarde un cambio en su ritmo de crecimiento. Por cierto, "el momento" de la respuesta de las variables objetivo de la política económica a los ajustes que el Banco Central pudiera introducir en las herramientas de que dispone, es un aspecto importante en la elección de dichos indicadores. Ello, en la medida en que el interés de las autoridades es el de identificar con claridad las relaciones causales que pudieran existir entre las acciones de política y sus efectos sobre la economía. Así, en la medida en que esta relación aparezca como muy lejana en el tiempo, resultará más complejo precisar la naturaleza de la misma, por cuanto estará sufriendo modificaciones un importante número de otros

indicadores macroeconómicos, los que también podrían incidir sobre los resultados que observen las variables objetivo del Banco Central.⁴

7 Es en esta etapa donde corresponde evaluar —empírica y teóricamente— cuáles son los mecanismos de transmisión de la política monetaria sobre el gasto. En términos generales, esta discusión se ha canalizado en la literatura especializada a través de una comparación del impacto que tienen sobre la evolución del ingreso nominal los cambios en el *stock* nominal de dinero y las innovaciones de las tasas de interés.

8 La contrapartida de la discusión respecto de cuáles son los canales a través de los cuales actúa la política monetaria sobre la economía, se refiere al grado de estabilidad de la demanda por dinero. Así, en la medida en que se compruebe un comportamiento estable de esta función, se puede argumentar que las variaciones en el ingreso nominal se encuentran estrechamente determinadas por cambios en el *stock* nominal de dinero.

9 Un segundo aspecto metodológico importante de considerar en el diseño de la política monetaria se refiere a la selección de herramientas que se vinculen con el nivel y trayectoria de los indicadores intermedios antes seleccionados, de acuerdo con la percepción que tengan las autoridades acerca de los canales de transmisión de la política monetaria. Así, por ejemplo, en la medida en que se estime que el nivel de gasto agregado está creciendo a un ritmo incompatible con la estabilidad de precios, entonces el instituto emisor modificará el nivel de sus "herramientas", de manera de afectar la evolución de aquellas variables bajo su control —directo o indirecto— que estima actúan más directamente sobre el nivel de gasto.

10 Las herramientas con las que cuenta habitualmente el Banco Central son la tasa de redescuento, la tasa de interés que ofrece por sus instrumentos de deuda no monetaria, la cantidad de instrumentos de deuda que ofrece al mercado, etc. Como ejemplo de variable objetiva de la política, u "objetivo intermedio" se pueden mencionar el *stock* de dinero, la base monetaria y la tasa de interés de mercado.

⁴Un aspecto generalmente aceptado dentro de la discusión de política monetaria se refiere a que el impacto de cambios en la cantidad de dinero sobre el ingreso nominal —y la forma en que los movimientos de éste se distribuyan entre cambios en los precios o en el ingreso real— se encuentra esencialmente vinculado a las características de la economía, en la cual éstos ocurren. En particular, el efecto de variaciones en el ritmo de crecimiento de los agregados monetarios sobre la economía dependerá de la mayor o menor estabilidad que ésta hubiese observado en los períodos previos.

1.1 La distinción antes planteada respecto de las herramientas a través de las cuales el instituto emisor implementa la política monetaria y los objetivos intermedios de la misma, es de gran importancia para clarificar los diferentes aspectos que involucra su diseño.

1.2 En la medida en que se considere que la tasa de interés es el conducto más importante a través del cual el Banco Central puede afectar el nivel de gasto agregado, entonces la política del instituto emisor debe propender a conseguir que la tasa de interés real de la economía sea coherente con una trayectoria del gasto agregado compatible con los objetivos últimos de la política en materia de inflación y estabilidad en los pagos externos. En este caso, la cantidad de dinero es un objetivo secundario para la política monetaria.⁵

1.3 Por el contrario, de comprobarse la existencia de una estrecha asociación entre los movimientos del dinero y los del gasto agregado, entonces la política monetaria debería apuntar al logro de un crecimiento del dinero coherente con lo que se estima son los deseos de la comunidad por disponer de una mayor liquidez. Ello, dadas ciertas metas en materia de inflación y cambio en las reservas internacionales.

1.4 En relación al caso en el cual el instituto emisor decide seguir una meta de crecimiento de los agregados monetarios, es importante hacer presente que este objetivo intermedio no es incompatible con la utilización de las tasas de interés de los instrumentos de deuda no monetaria que éste emite como herramienta. Un ejemplo elocuente al respecto es el caso de la política monetaria seguida en Chile entre 1985 y 1989, en la que se utilizaban las tasas de interés de los instrumentos de manejo monetario del Banco Central (PDBC y PRBC, básicamente) para alcanzar ciertas metas de crecimiento del crédito doméstico del Banco Central, las que eran previamente acordadas con el Fondo Monetario Internacional, luego de una estimación de la demanda por circulante.⁶

⁵En este escenario es que se han insertado las autoridades del Banco Central durante 1990 y 1991, para efectos del diseño y evaluación de la política monetaria.

⁶Véase Juan Andrés Fontaine, "La administración de la política monetaria en Chile, 1985-1989", *Cuadernos de Economía*, abril 1991.

**Tasas de interés versus cantidad de dinero:
importancia de la demanda de dinero**

1 5 Desde luego, el establecimiento de los canales mediante los cuales actúa la política monetaria sobre el gasto no es una tarea sencilla, existiendo evidencias contrapuestas en los estudios que, al respecto, se han realizado en EE.UU. Por otra parte, los continuos cambios que han tenido lugar en la tecnología financiera y en el grado de movilidad internacional de los capitales han promovido un generalizado escepticismo en cuanto a la validez del supuesto de estabilidad de la demanda de dinero, lo que pone en algún grado en tela de juicio la conveniencia de la opción de perseguir reglas de tipo cuantitativo sobre algún agregado monetario,⁷ al menos en el corto plazo.

1 6 Sin embargo, a pesar de las dudas que pudieran existir en cuanto al grado de estabilidad de la demanda de dinero y, en consecuencia, acerca de los efectos que éste tiene sobre la economía en el corto plazo, la evidencia disponible para Chile indica que para períodos superiores a un trimestre el dinero es el principal determinante de la inflación.⁸ Más aún, existe evidencia para el caso chileno que sugiere que el dinero es un conducto más poderoso que la tasa de interés real, tanto para influir sobre la trayectoria de la inflación, como sobre el producto real en el corto plazo.⁹

1 7 Luego, no obstante la continua aparición de nuevos estudios respecto de la influencia que tiene la política monetaria sobre las economías, de la evidencia disponible se puede concluir, al menos para el caso chileno, que existen antecedentes para suponer que la demanda por dinero sería una función estable de unas pocas variables en períodos superiores a un trimestre. Ello significa que expansiones desmedidas del dinero provocarían un efecto

⁷El abandono del uso de reglas cuantitativas por parte de la Reserva Federal ha sido justificado precisamente sobre la base de un comportamiento aparentemente inestable de la demanda por dinero en EE.UU. Al respecto véase Manuel Johnson "Current Perspectives on Monetary Policy", *Conference on Dollars, Deficits and Trade*, Cato Institute, febrero 1988.

⁸Evidencia al respecto para el caso chileno se encuentra, por ejemplo, en José M. Garrido y Mario Valenzuela "Dinero y precios en el corto y en largo plazo: evidencia empírica para Chile", *Cuadernos de Economía*, abril 1991.

⁹Al respecto, véase Francisco Rosende y Luis Oscar Herrera "Teoría y política monetaria: elementos para el análisis", *Cuadernos de Economía*, abril 1991.

creciente en la trayectoria de los precios luego de un trimestre, completándose este efecto en alrededor de nueve meses.¹⁰

18 De la argumentación anterior deriva la necesidad de seguir atentamente la evolución de los agregados monetarios como estrategia para alcanzar un cuadro de estabilidad macroeconómica, lo que, por cierto, no es incompatible con el uso de las tasas de interés como herramienta para administrar el crecimiento del dinero, tal como se mencionó anteriormente.

19 Además, la existencia de ciertas metas o límites sobre el crecimiento de algún agregado monetario relevante¹¹ tiene la virtud de proveer de una regla disciplinaria sobre la gestión del Banco Central. Por el contrario, sería ingenuo pensar que la evolución que observe la cantidad de dinero es irrelevante a los resultados que registre la economía en materia de gasto, inflación y balanza de pagos. La evidencia en contrario de esta hipótesis es lo suficientemente abundante como para hacer innecesaria su reiteración.

20 Desde luego, el establecimiento de límites cuantitativos sobre el crecimiento de algún agregado monetario no es una tarea sencilla, en la medida en que efectivamente tengan lugar cambios imprevistos en la demanda de dinero o en sus argumentos. Así, no obstante que éstos pudiesen ser movimientos relativamente estables y predecibles en el mediano plazo, no es claro que ello ocurra en el corto plazo, lo que complica el diseño de un esquema de política monetaria sobre la base del establecimiento de reglas de cantidad y deja el espacio para el uso de criterios de "precios" —como las tasas de interés o el tipo de cambio— en la administración de la liquidez en el corto plazo y su compatibilización con los crecimientos programados del dinero para períodos mensuales o trimestrales.

¹⁰Estimaciones de la demanda de dinero tienden a coincidir con los hallazgos de Rosende y Herrera, en cuanto a la duración del proceso de ajuste. Al respecto, véase Ricardo Matte y Patricio Rojas "Evolución del mercado monetario en Chile y una estimación de la demanda por dinero" *Serie de Estudios Económicos* N° 33, Banco Central, 1986.

¹¹En el caso de EE.UU. se ha argumentado que la evaluación de la política monetaria sobre la base de un conjunto de agregados monetarios ha restado efectividad a la labor de fiscalización del Congreso. Ello, por cuanto habitualmente alguna meta es satisfecha, lo que origina una cierta indefinición acerca de la efectividad del programa seguido si las restantes metas no han sido alcanzadas. Al respecto, véase Robert Weintraub "Congressional Supervision of Monetary Policy" *Journal of Monetary Economics* 4, 1978.

2.1 Respecto de la utilidad de los movimientos del dinero como indicador de política monetaria, parece poco razonable pensar que el argumento de "irrelevancia del dinero" contenido en las declaraciones de personeros del Banco Central deba ser leído literalmente. Lo que parece desprenderse de dicha afirmación es una cierta confianza en que el establecimiento de un cierto nivel para la tasa de interés real sobre los instrumentos de manejo monetario del Banco Central, que sea coherente con las tasas de interés internacionales más una cierta estimación del "riesgo país", sería suficiente para evitar que el dinero observara cambios desmedidos. Así, en períodos de crecimiento excesivo de la liquidez, por ejemplo ocasionados por una ganancia de términos de intercambio o por una caída de la demanda de dinero, se producirá una tendencia a la baja en las tasas de interés reales, la que finalmente será absorbida por una mayor "venta de papeles" por parte del Banco Central.

2.2 Por el contrario, en la medida en que se promueva un déficit de liquidez, entonces las tasas de interés doméstica subirán por encima de su relación de equilibrio con las tasas externas, estimulando una afluencia de capitales, la que acrecentará la liquidez de la economía.¹²

2.3 La argumentación anterior parece impecable, en particular para desviaciones pequeñas en la liquidez; sin embargo, ésta desconoce el hecho que estimaciones inadecuadas del nivel de equilibrio de la tasa de interés doméstica darán origen a cambios en el dinero y, también, a variaciones en los resultados operacionales del Banco Central. Lo primero es importante en tanto se acepte como válida la argumentación de que el dinero es un determinante del gasto. Por su parte, la evolución de los resultados operacionales del instituto emisor tiene relevancia en la medida en que la acumulación de pérdidas conlleva la creación de nueva deuda por parte de éste, ya sea deuda no monetaria o simplemente de dinero. En ambos casos se genera un elemento de inestabilidad potencial sobre la economía.

2.4 Por otra parte, este análisis asume que las tasas de interés que establezca el Banco Central sobre sus instrumentos de deuda son visualizados como "de equilibrio" por parte de los agentes económicos. Sin embargo, es evidente que en tanto existan motivos para pensar que éstas podrían ser modificadas en un futuro próximo, entonces se provocarán movimientos especulativos contra la política monetaria. Un ejemplo al respecto es el caso en que los bancos

¹²Como se indica más adelante, el grado de apertura financiera de la economía determinará la capacidad del Banco Central para utilizar verdaderamente la tasa de interés como herramienta para la administración de la política monetaria. En el caso extremo en que la cuenta de capitales se encuentra completamente abierta, esta opción no está disponible, a menos que se esté dispuesto a dejar fluctuar el tipo de cambio.

no están dispuestos a utilizar los excesos de liquidez que pudieran observarse para adquirir instrumentos del Banco Central, en tanto estimen que éste puede verse forzado a subir la tasa de interés de los mismos debido a la presencia de un rebrote inflacionario o a un fuerte vencimiento de obligaciones que éste deberá enfrentar en un futuro próximo.

La necesidad de reglas disciplinarias sobre la política monetaria

25 Finalmente, se encuentra el tema de las reglas disciplinarias sobre el Banco Central, en el caso en que decide administrar el programa monetario a través del establecimiento de la tasa de interés de sus instrumentos, sin que existan límites explícitos sobre el crecimiento de algún agregado monetario. En este caso, es altamente posible que el instituto emisor tenga como objetivo de sus acciones el de conseguir un cuadro de baja inflación y estabilidad en los pagos externos; sin embargo, la ausencia de reglas disciplinarias no garantiza que estos resultados puedan alcanzarse de un modo eficiente.¹³ Por ejemplo, siempre cabe la posibilidad de que el nerviosismo del Banco Central por conseguir que una rápida caída en la tasa de inflación lleve a establecer una tasa real excesivamente elevada sobre sus instrumentos de deuda. Probablemente, la inflación va a caer, pero al costo de una fuerte recesión y la posibilidad casi cierta de una mayor inflación futura cuando el Banco Central deba hacer frente a sus obligaciones.¹⁴

26 La política monetaria seguida en Chile durante 1990 constituye un ejemplo al respecto, por cuanto, a pesar de que ésta fue orientada a conseguir una caída en la tasa de inflación, la ejecución de la misma a través de un severo *shock* de tasas de interés complicó fuertemente el control de los agregados monetarios y además llevó a emitir un importante volumen de deuda monetaria para contrarrestar los efectos de una masiva afluencia de capitales, la que fue atraída por la diferencial de tasas de interés con el exterior generada por

¹³Sobre este tema, véase Francisco Rosende "Política monetaria: criterios para su diseño y evaluación" *Estudios Públicos*, 42 (otoño 1991), en prensa.

¹⁴Este comportamiento es analizado por Charles Goodhart "Monetary Targets: European Experience" Seminar on Monetary Policy Instruments for Developing Countries. Banco Mundial, mayo 1990.

la política monetaria.¹⁵ Como resultado de este proceso, el Banco Central incurrió en una pérdida de aproximadamente US\$ 100 millones al año.

27 Por otra parte, la ausencia de reglas disciplinarias sobre la gestión monetaria del instituto emisor deja abierta la posibilidad de que ésta sea utilizada para el logro de ciclos de origen político. Ello, no obstante el carácter autónomo de esta institución.¹⁶

28 Luego, a pesar de la validez teórica que podría tener, bajo ciertas circunstancias, la implementación de una política monetaria sustentada en el establecimiento de una tasa de interés real para los instrumentos del Banco Central que sea coherente con los objetivos de éste, subsiste el problema de establecer ciertas restricciones que garanticen que esta gestión será eficiente y compatible con un cuadro duradero de estabilidad macroeconómica. En esta perspectiva, la evaluación que se realice de la gestión del Banco Central sobre la base del comportamiento que observa un conjunto apropiado de indicadores, resulta fundamental para el logro de este objetivo.

29 A la luz de lo antes expuesto, junto con evaluarse la gestión monetaria del Banco Central sobre la base de los indicadores tradicionales, como la tasa de inflación y la evolución de las reservas internacionales, parece recomendable agregar la forma en que se modifiquen los resultados operacionales del instituto emisor.¹⁷

30 En el caso específico de la economía chilena, la ejecución de la política monetaria a través de las tasas de interés resulta particularmente compleja, en circunstancias que el instituto emisor también se ha planteado como objetivo sostener una cierta trayectoria para el tipo de cambio real. Desde luego, en este caso el control del crecimiento del dinero resulta

¹⁵Al respecto, véase Francisco Rosende "Evaluación de la política económica y análisis de las proyecciones económicas para 1991" *Documento de Trabajo*, Centro de Estudios Públicos 149 (enero 1991).

¹⁶Weintraub *op. cit.* señala que la labor fiscalizadora del Congreso sobre la Reserva Federal no había sido capaz de evitar la ocurrencia de ciclos monetarios originados en el proceso político hasta fines de la década del 70. Sobre este tema, véase también James L. Pierce "The Myth of Congressional Supervision of Monetary Policy" *Journal of Monetary Economics*, abril 1978.

¹⁷Este punto se sostiene en Rosende, *Estudios Públicos*, 42 (otoño 1991).

particularmente difícil, lo que hace que sean la inflación o los cambios en el empleo las variables que equilibren este sistema "sobredeterminado".¹⁸

31 Esta inconsistencia entre el establecimiento de una cierta trayectoria independiente para las tasas reales de interés —determinada por los objetivos de corto plazo del Banco Central en materia de crecimiento del gasto interno— y de un tipo de cambio real compatible con lo que se estima la capacidad de gasto de mediano plazo de la economía, ha ido quedando progresivamente en evidencia, en la medida en que la superación del problema de la deuda externa, conjuntamente con las medidas adoptadas en orden a establecer un mayor grado de apertura financiera con el exterior, se han traducido en una respuesta más sensible de los capitales financieros, ante cambios en el nivel de las tasas reales de interés domésticas respecto de las tasas externas.¹⁹

32 Sería largo examinar aquí cuáles son las opciones que enfrenta el Banco Central al respecto; sin embargo, es evidente que no puede continuar estableciendo niveles para el tipo de cambio y las tasas reales de interés sin que ello se traduzca en trastornos en otras variables de la economía, como por ejemplo en materia de inflación. En otras palabras, si tiene costos macroeconómicos el hecho de que las autoridades procuren fijar la trayectoria de una variable real, como es el caso de la tasa de interés real o al tipo de cambio real, éstos son aún mucho mayores en el caso en que se intenta fijar ambas variables.

¹⁸En términos muy simples, parece poco razonable pretender controlar el stock de dinero, en la medida en que el establecimiento de un cierto nivel (o rango de variación) para el tipo de cambio real tiende a endogenizar el componente externo de la oferta monetaria, mientras que el establecimiento de un cierto nivel de la tasa real de interés, por la vía de la activa presencia del Banco Central en el mercado financiero comprando y vendiendo instrumentos a una tasa predeterminada, tiende a endogenizar el crédito doméstico.

¹⁹Como se indica en Rosende, Documento de Trabajo, 149 (enero 1991) los cambios en las condiciones reales de gasto y, en consecuencia, de ahorro, verificadas en la economía chilena a partir de 1990, parecen haber acentuado la inconsistencia entre lo que se estima como las posibilidades de gasto sostenibles en el mediano plazo, reflejadas en una cierta trayectoria del tipo de cambio real establecido por la regla cambiaria vigente y lo que se observa son las posibilidades de gasto en el corto plazo. Al margen de las perturbaciones exógenas, como lo son las variaciones en los términos de intercambio y las tasas de interés internacionales, un papel relevante en estos cambios parece haber tenido la suspensión de las operaciones de conversión de deuda.

33 Si bien es cierto, la experiencia en materia de política monetaria en economías industrializadas²⁰ sugiere que éstas utilizan a menudo como objetivos intermedios las tasas de interés o los tipos de cambio, no es menos cierto que no suele darse el caso en que estos objetivos se definan en términos reales y mucho menos que se establezcan en forma simultánea.

Francisco Rosende R.*

* Investigador Centro de Estudios Públicos. Profesor Instituto de Economía de la Pontificia Universidad Católica de Chile.

²⁰Sobre la experiencia en materia de política monetaria en las economías industrializadas, véase Douglas Batten, *et. al.* "The Conduct of Monetary Policy in the Major Industrial Countries: Instruments and Operating Procedures" *Occasional Paper FMI*, 70 (julio 1990).