

La Política Monetaria en la Recuperación Económica

EXPOSICIÓN DE JORGE MARSHALL R., VICEPRESIDENTE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE, EFECTUADA EN LA UNIVERSIDAD GABRIELA MISTRAL, EL 16 DE ABRIL DE 2002.

Introducción

El propósito de esta exposición es analizar los desarrollos económicos recientes de la economía chilena y señalar la función que desempeña la política monetaria en la actual etapa de recuperación.

Si tuviésemos que hacer una síntesis de las ideas a desarrollar, deberíamos enfatizar que observamos mejores perspectivas para la economía mundial, sobre todo originadas en los EE.UU. de América, un ritmo de actividad interna que debe mostrar un incremento en los próximos trimestres y una orientación expansiva de la política monetaria, apoyada en un escenario de estabilidad de precios.

Escenario externo y actividad económica

En el escenario internacional se ha comenzado a revertir un período que estuvo marcado por la reducción en el crecimiento de la actividad económica mundial, por el aumento significativo en la incertidumbre en los mercados financieros y por la contracción en el nivel de comercio mundial. Durante el 2001, estos hechos se fueron sumando; su efecto se intensificó, generando un ciclo de menor crecimiento de la demanda y de la actividad económica interna. En el caso de Chile, este panorama adverso se vio reforzado por los negativos efectos de la crisis en Argentina, especialmente hasta octubre pasado.

Los indicadores recientes, en cambio, muestran que la economía de EE.UU. ha iniciado una fase de recuperación, mientras en Europa

se espera que el segundo semestre de este año muestre mejores cifras de actividad. Si bien aún existen vulnerabilidades en la economía mundial, el período más crítico parece estar quedando atrás. Para este año, se espera que el producto mundial crezca en torno a 2,7%, lo que representa una corrección al alza en cerca de dos puntos porcentuales respecto de la proyección de enero pasado. Esta información permite alimentar un optimismo moderado del entorno externo de las economías emergentes, especialmente de aquellas que están más abiertas al comercio internacional.

La recuperación de la demanda mundial ha permitido mejores precios de los principales productos de exportación, en particular del cobre. En la actualidad, el precio del cobre oscila en torno a los 72 centavos de dólar la libra, claramente por encima de los 66 centavos en que se cotizó durante el segundo semestre del 2001.

Entre los riesgos del escenario internacional está la reciente escalada del precio del petróleo, que en las semanas recientes se ha situado en torno a US\$ 26 el barril. Este hecho se sustenta en los acuerdos de recorte en las cuotas de producción de los países exportadores, en la propia recuperación en la actividad mundial y en las tensiones en el Medio Oriente.

Otro evento relevante en el escenario externo es la disminución del riesgo soberano en unos 70 puntos base (pb) desde diciembre del año pasado. El riesgo de las empresas A- de EE.UU. ha acumulado una disminución cercana a 30 pb en el mismo período.

La evolución de las condiciones externas en el 2001 llevó a una desaceleración de la actividad interna, que alcanzó un crecimiento de 2,8% en el año y que, probablemente, llegó a su punto de menor crecimiento hacia fines del año pasado.

Los componentes más permanentes del gasto interno han mostrado un crecimiento más estable, aunque bajo. El consumo privado se expande en torno a 2% anual, concentrándose en los bienes de consumo habitual y de origen doméstico. A partir del segundo trimestre de este año, el consumo privado debe tender a levantar su ritmo de crecimiento, especialmente en la medida que se consolide el mejor escenario externo y el incremento en los términos de intercambio. De esta manera, se puede esperar que en los trimestres venideros el crecimiento se base más en la demanda interna

Una parte importante de la desaceleración de la actividad económica en el 2001 se debió a la influencia de los componentes más volátiles de la demanda, como son la inversión y los cambios de existencias. Las cifras de los primeros meses de este año muestran que este efecto continúa, con disminución en la actividad de la construcción y debilidad en las adquisiciones nacionales e

importadas de bienes de capital. Esta situación de la inversión debería revertirse en la medida que se consolide un menor grado de incertidumbre.

Por su parte, la política fiscal, en el marco del logro del superávit estructural, inducirá un impulso positivo sobre la demanda agregada en el año 2002. En el presupuesto se considera un crecimiento real del gasto con impacto macroeconómico de 4,9%, esencialmente impulsado por la inversión pública, que crecerá 11%.

Por su lado, las exportaciones no tradicionales han experimentado un fuerte dinamismo, con una contribución importante al crecimiento. La depreciación del tipo de cambio real desde el año 1999 ha mejorado la competitividad del sector exportador. Sin embargo, las exportaciones han debido enfrentar una fase de reducción en el volumen total del comercio mundial. Además, en los últimos meses las exportaciones hacia Argentina han experimentado una fuerte caída, que a pesar de ser un mercado poco significativo en la distribución geográfica de nuestras exportaciones, por su magnitud tiene un efecto en los niveles de actividad de los sectores más afectados.

La estimación para el crecimiento del 2002 realizada por el Informe de Política Monetaria de enero pasado alcanza a 3,3%. La proyección de los analistas privados, en cambio, es de 3,1%. Los antecedentes más recientes apuntan a que los niveles de demanda doméstica llegaron a su punto más bajo hacia fines del año pasado, por lo que se mantienen las perspectivas de una aceleración moderada de la demanda durante los próximos trimestres.

En materia de inflación, la aplicación de una política monetaria basada en metas ha llevado a mantener una inflación de tendencia en torno a 3%, que es el centro del rango objetivo del Banco Central. Por su parte, las perspectivas de crecimiento y la mayor estabilidad del tipo de cambio permiten anticipar un cuadro de menores presiones inflacionarias en los próximos trimestres. De este modo, la inflación de tendencia se mantiene en torno a 3,0% para el 2002 y el 2003.

El papel de la política monetaria

En este escenario de la economía interna y externa cabe indagar sobre el papel que debe jugar la política monetaria. En términos generales, la política monetaria tiene dos funciones en el ciclo económico. Su primera responsabilidad es asegurar un ambiente de estabilidad de precios, lo que significa una inflación baja y estable. En segundo lugar, la política monetaria puede ayudar a la estabilización del ciclo económico, especialmente cuando se producen cambios en el nivel de la demanda agregada. Una condición necesaria para realizar bien esta función es que las expectativas de inflación estén en línea con la meta de mediano plazo.

El aporte que hace la política monetaria al crecimiento de la economía no está dado por su influencia en el ciclo de la demanda, sino por su capacidad de mantener la estabilidad de precios, lo que permite que el conjunto de decisiones privadas se realice con menor incertidumbre y un mayor horizonte. Es decir, el crecimiento de tendencia de la economía está determinado por la acumulación de factores productivos y el crecimiento de la productividad, los que a su vez dependen de la eficiencia de las instituciones, calidad de las políticas, estabilidad de las reglas del juego, flexibilidad de los mercados y estabilidad de precios.

Si el manejo de la política monetaria, así como de otras políticas macroeconómicas, perjudica estos factores, su influencia puede ser contraproducente a la hora de lograr la estabilización del ciclo económico. Ejemplos de este tipo de influencia perjudicial serían romper el ancla nominal de la economía a través de permitir desplazamientos permanentes de las expectativas de inflación y de la inflación misma, o dañar la estabilidad y la confianza privadas en el sector financiero por una política fiscal que no considere el efecto sobre el nivel de la deuda pública, riesgo-país y tasas de interés de largo plazo. En estos casos, la mayor incertidumbre del entorno de mediano plazo le quita dinamismo a los proyectos de inversión y genera un comportamiento más cauto en el consumo.

Luego, para que las políticas macroeconómicas tengan el efecto contracíclico deseado, es indispensable que no generen un movimiento contrario en otros determinantes de la demanda, para lo cual deben ser sostenibles y coherentes con el escenario subyacente de crecimiento de mediano plazo. Es en este contexto en que deben entenderse el esquema de metas de inflación, la flotación cambiaria y la regla de superávit fiscal estructural. Fuera de este marco, las políticas de demanda pueden tener un efecto contrario al esperado, dañando los fundamentos para un crecimiento sano y libre de turbulencias.

Las reglas de política claras y valoradas por la sociedad en su conjunto tienen la ventaja de conjugar estos dos factores. Por un lado, establecen el marco institucional sobre el cual se formulan las políticas, que es coherente con un esquema de largo plazo creíble. Con ello se prolongan los horizontes de planeación privados, dando estabilidad a las reglas del juego y reforzando la confianza en el sistema económico. Al mismo tiempo, se maximiza el potencial estabilizador que tienen las políticas macroeconómicas en el ciclo, al responder de forma creíble sólo transitoriamente a las desviaciones de la inflación o del producto.

Dentro del esquema institucional también debe considerarse el uso juicioso de las distintas políticas de estabilización, entendiendo su relación con el esquema cambiario vigente. En particular, bajo una situación de flotación cambiaria, la política monetaria tiene

un mayor grado de influencia en la demanda agregada, debido a que el mecanismo de transmisión vía tasas de interés se ve reforzado por el mecanismo cambiario. La política fiscal, en cambio, se ve coartada, porque sus efectos sobre tasas de interés y tipo de cambio reducen su capacidad estimulativa.

En este marco de reglas de política y considerando el menor impulso de demanda que ha generado el entorno internacional desde comienzos del 2001 y que las expectativas inflacionarias siguen bien asentadas en el centro del rango meta en el horizonte de proyección, el Banco Central ha reducido en tres oportunidades la tasa de interés de política monetaria en el transcurso de este año.

En la medida que estos movimientos son plenamente coherentes con la estabilidad de precios, las reducciones en la tasa de política

monetaria han generado un mayor estímulo a la economía, lo que se refleja en la disminución que han experimentado las tasas de mercado, tanto de corto como de mediano plazo. Es decir, el escenario de estabilidad de precios ha permitido que las reducciones de la tasa de política tengan un mayor efecto en la recuperación del gasto interno.

En síntesis, los antecedentes recientes afianzan mejores perspectivas para la economía mundial, lo cual debe generar un entorno más favorable para la recuperación de la actividad interna. Por su parte, la política monetaria ha adoptado una posición más expansiva, lo cual también permite anticipar un aumento en la demanda agregada. Para el Banco Central, la política monetaria debe responder con flexibilidad a las desviaciones de la trayectoria proyectada de la inflación en relación con la meta establecida.
