

## **Política monetaria y recuperación**

Exposición de Jorge Marshall Rivera, Vicepresidente del Banco Central del Chile. VI Encuentro Empresarial de CORMA y Universidad del Desarrollo, Concepción, 13 de noviembre de 2003.

Quiero agradecer la invitación de Corma y la Universidad del Desarrollo a participar en el VI Encuentro Empresarial y aprovechar esta oportunidad para compartir con ustedes algunas reflexiones personales sobre las condiciones actuales de la economía, sus perspectivas y las políticas que aplica el Banco Central. La idea central que me interesa destacar en esta exposición es que detrás de la reactivación que estamos viviendo está la recuperación de la economía internacional y también la credibilidad de las políticas macro en Chile, que permite aprovechar las oportunidades que ofrecen los mercados externos. Es decir,

- Desde el tercer trimestre de este año se observa un giro positivo en la actividad y el comercio mundial. Este nuevo panorama se transmitió rápidamente a Chile, partiendo por los mercados financieros y las expectativas de los hogares. En este contexto la actividad interna mantiene perspectivas favorables para el 2004.
- El mejor aporte que puede hacer la política macro a esta recuperación es continuar aplicando las reglas de política que han ganado credibilidad en los mercados y que permiten aprovechar el mejor escenario internacional. Estas reglas se expresan en el orden de las finanzas públicas, una política monetaria orientada a mantener una inflación baja unida a la flotación cambiaria y la solvencia del sistema financiero.

Estos dos elementos, escenario externo y credibilidad en las políticas internas, están apoyando la actual recuperación y permiten anticipar condiciones económicas favorables para los próximos trimestres, que pueden llevar la actual recuperación a un crecimiento sostenido.

### **De la económica global a la actividad interna**

El panorama internacional experimentó un giro en el tercer trimestre de este año. La actividad económica y el comercio mundial están en recuperación y las perspectivas positivas del 2004 se afirman. Esto permite que los precios de nuestras exportaciones suban y las condiciones financieras externas mantengan una posición favorable.

Como consecuencia de este mejor panorama de la actividad mundial el precio del cobre está por encima de lo anticipado, alcanzando en los últimos 30 días un promedio en torno a los 90 centavos de dólar por libra. Por su parte, las oscilaciones en el precio del petróleo son coherentes con las proyecciones de US\$26 por barril para el 2004 y US\$23 para el 2005. Los términos de intercambio han comenzado a mejorar en el segundo semestre de este año y las perspectivas hacia delante están por ahora por encima de lo anticipado hace algunos meses.

Los mercados financieros emergentes se han estabilizado luego de un período de caídas en los *spreads*. El bono chileno 2012 ha bajado de los 80 puntos base en noviembre, unos 70 puntos base menos que el promedio del primer semestre de este año. Si bien esta trayectoria se relaciona con una mejora en la situación de las economías emergentes en general, también se debe a la credibilidad de las políticas y a las favorables expectativas internas.

En este panorama internacional la actividad interna debe continuar en la trayectoria anticipada en el Informe de Política Monetaria de Septiembre, con un crecimiento entre 4% y 5% en el 2004. Los aumentos observados en el consumo y en las expectativas de los hogares son coherentes con esta evolución de paulatino incremento en el ritmo de crecimiento. La encuesta IPEC de Adimark alcanzó en octubre su mayor nivel en cinco años. Además, la evolución de diferentes indicadores del consumo valida el balance positivo que muestran las encuestas de confianza.

En relación con la inversión, la evidencia empírica muestra que los aumentos en la formación de capital, se producen con varios trimestres de rezago respecto al crecimiento del producto. Por esta razón no debe sorprender el moderado dinamismo de la inversión durante este año. Las empresas del sector formal han logrado aumentos de productividad en los últimos años, lo que es una ventaja competitiva a la hora de aprovechar el impulso del actual escenario externo y las bajas tasas de interés. Por esta razón se anticipa una mayor inversión privada hacia el próximo año, lo que también está influido por la mejora en los indicadores de rentabilidad de las empresas.

Las exportaciones reales están mostrando un crecimiento en línea con la proyección de 6,4% en el 2004. Además, las estimaciones del efecto directo de los TLC con Europa y Estados Unidos en el PIB, que se basa en la mayor eficiencia generada por la reasignación de recursos, se encuentra en un rango de 0,1% a 1,2% por una sola vez. Sin embargo, cuando se agregan los efectos dinámicos y de inversión, se alcanzan magnitudes cercanas al 10%. En este último caso podemos presenciar un efecto mayor de los TLC en el crecimiento, lo que también apoya el paso de una recuperación a un crecimiento sostenido.

### **El aporte de la política monetaria**

Aparte del impulso que viene de las condiciones externas, también se debe destacar el efecto positivo del régimen de política macro aplicado en los últimos años. La regla de superávit estructural ha permitido tasas de interés más bajas y un tipo de cambio real competitivo. La aplicación de reglas flexibles de política ha generado confianza y credibilidad en las instituciones, que es una condición previa a los aumentos de inversión.

Es correcto afirmar que el efecto en el crecimiento de las políticas macro es limitado, por lo que debe ser complementado con políticas micro y reformas estructurales. Además, en el caso de Chile las políticas macro han estado aportando prácticamente todo lo que es posible. Sin embargo, ello no debe hacernos perder de vista que sin un ambiente de estabilidad en la macroeconomía sería muy difícil aprovechar la recuperación de la economía global.

En Chile la estabilidad macro se apoya en tres pilares:

- regla de superávit estructural que mantiene el orden en las finanzas públicas
- regla monetaria que mantiene la inflación baja y permite la flotación cambiaria, y
- reglas que permiten la solvencia del sistema financiero.

Todas estas políticas incorporan criterios de flexibilidad, que permiten obtener su mayor efecto de apoyo a la reactivación, sin descuidar las exigencias de la estabilidad de mediano plazo. La política monetaria actual procura mantener la inflación en un rango simétrico de 2 a 4%, centrado en 3%, el cual debe ser cumplido de manera permanente en un horizonte de mediano plazo, definido en torno a dos años. Esta perspectiva de tiempo se debe a que los shocks de oferta de corto plazo no son evitables con la política monetaria, por lo que una parte de la variabilidad de la inflación de corto plazo no se origina en los impulsos de demanda. El Banco Central se preocupa cuando el escenario de mediano plazo de la inflación excede o se ubica por debajo del rango. Es decir, el Banco Central no busca una inflación más baja que la definida por su rango, por el riesgo de caer en una deflación que puede resultar muy costosa en términos de actividad económica. Para este efecto se define un horizonte en el que la política monetaria es efectiva, por lo que puede tener más control sobre la inflación.

El principal mérito de este régimen es que responde a una regla establecida, lo que hace que las políticas sean predecibles, y al mismo tiempo incorpora cierta discrecionalidad, que permite ayudar en el ciclo económico, como ha sido el caso en los años recientes. En el caso de la política monetaria, las bajas tasas de interés han apoyado la recuperación en la medida que ello no ha significado distanciarse de la meta de inflación en el mediano plazo.

Esta política monetaria es complementada con un régimen de flotación cambiaria, en que el único compromiso del Banco Central es con la inflación. En la práctica este esquema exige confianza en el mercado para determinar de manera autónoma el tipo de cambio. La experiencia en diversas economías integradas financieramente con el exterior muestra que cuando la autoridad intenta influir en el tipo de cambio termina provocando distorsiones que generan más daños que beneficios en el crecimiento económico. En cambio, la flexibilidad cambiaria confiere a la economía la capacidad para enfrentar los shocks externos, facilitando un ajuste que en caso contrario podría ser pospuesto y, por ende, más complejo.

Es decir, a partir de la aplicación de estas reglas de política, los mercados financieros altamente integrados al resto del mundo, determinan las tasas de interés de mediano plazo, los precios de los activos y el tipo de cambio. Las variaciones de corto plazo en los precios financieros reflejan los cambios en la demanda por activos chilenos.

Con relación a la reciente apreciación del peso, hay dos factores que se deben considerar. Primero, existe una caída generalizada del dólar en los mercados financieros internacionales. Mientras en el transcurso del 2003 la apreciación del peso chileno alcanza a un 13%, la apreciación de varias otras monedas ha sido aún mayor. Por ejemplo, en Canadá y Nueva Zelanda ha sido en torno a un 16% y en Australia y Sudáfrica alcanza a una cifra cercana al

20%. Este hecho lleva a que la relación peso/dólar se aprecie más que la paridad del peso con otras monedas.

En segundo lugar, está el fortalecimiento del peso que se expresa en el tipo de cambio multilateral, que incluye todos nuestros socios comerciales. Esta apreciación obedece a mejores expectativas de crecimiento en los próximos años, a una evolución favorable de los términos de intercambio, -a la disminución del premio por riesgo que los inversionistas exigen a los títulos chilenos y también a la mayor estabilidad en América Latina.

En este escenario es importante insistir en la diferente reacción de la política monetaria ante los shocks de oferta y de demanda, aparte de que los efectos de las medidas de política monetaria en la inflación toman varios trimestres en materializarse. Los desplazamientos en la demanda tienen efectos duraderos en la inflación, por lo que deben ser enfrentados con cambios en la política monetaria. Por el contrario, los shocks de oferta son fenómenos transitorios, que normalmente están acompañados de una mayor volatilidad en el corto plazo en la inflación. En estas condiciones la acción del Banco Central se orienta a evitar que estos últimos impactos se incorporen a las expectativas de inflación, reafirmando su ancla nominal.

La reducción de los márgenes y la baja en el tipo de cambio en el segundo semestre de este año está produciendo una trayectoria de la inflación por debajo de lo anticipado. Las actuales expectativas de inflación del mercado, medidas a través de las diferencias entre tasas de interés nominales y reales, también se han reducido. Este movimiento es coherente con la percepción de los mercados financieros de que en el actual ciclo económico ha existido un mayor espacio para mantener una posición expansiva en la política monetaria por más tiempo, aún cuando a la vez se confirma el escenario de mejores perspectivas de crecimiento de la demanda agregada.

En estas condiciones es importante reiterar que el Banco Central utiliza sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar las desviaciones más duraderas, en cualquier dirección, entre la inflación proyectada y la meta establecida.

## **Conclusiones**

En síntesis, cuando se analiza la actual recuperación de la actividad interna es importante señalar el papel de la economía internacional y también la credibilidad de las políticas macro, que permite aprovechar las oportunidades que ofrecen los mercados externos. El mejor aporte que puede hacer la política macro a esta recuperación es mantener reglas de política estable. Las mismas reglas que nos están permitiendo aprovechar el mejor escenario internacional. Estas reglas se expresan en el orden de las finanzas públicas, la mantención de una inflación baja, la flotación cambiaria y la solvencia del sistema financiero.