

POLÍTICA MONETARIA BAJO EXTREMA INCERTIDUMBRE

José De Gregorio*
Presidente
Banco Central de Chile
Agosto 2008

Buenos días. Es un placer venir a exponer frente a ustedes, futuros profesionales de administración y economía, que son siempre una excelente audiencia para hablar de temas relacionados con la política monetaria, que está en el núcleo de lo que hace el Banco Central.

Parte importante de nuestras vidas profesionales se desarrolla en situaciones en que debemos tomar decisiones en ambientes muy inciertos, donde la evaluación de costos y beneficios de una decisión u otra es extremadamente compleja y representa un gran desafío. En nuestro caso, el escenario macroeconómico en que nos hemos movido durante los últimos trimestres ha sido muy incierto, incluso en el corto plazo. De eso quiero hablarles hoy.

Si bien *ex-post*¹ siempre debemos examinar nuestras decisiones y extraer lecciones, lo relevante es tomar las mejores decisiones *ex-ante*, y saber enmendar rumbos cuando el panorama así lo exige. Esto implica actuar sin obstinarse con ideas preconcebidas, sino que siendo lo más pragmáticos que la situación requiera. En un escenario como el actual, con el nivel de incertidumbre al que nos enfrentamos, se requiere más que nunca una adecuada evaluación de los riesgos. Si bien puede haber eventos que en situaciones normales no ocurrirían, hoy nada puede descartarse a priori. Además, aunque dichos eventos tengan una probabilidad de ocurrencia muy baja, puede ser muy costoso abordarlos tardíamente.

Incetidumbre y manejo de riesgos

Hoy estamos frente a un panorama mundial extremadamente incierto. Sin embargo, a pesar del cóctel de fragilidad financiera e inflación, la economía mundial sigue creciendo (gráfico 1). De hecho, pese a que en las economías desarrolladas se prevé un panorama más débil para los próximos trimestres, el escenario para las economías emergentes es opuesto. Es difícil encontrar un período con tal nivel de desacoplamiento del crecimiento como el de hoy y existen muchas dudas de hasta cuándo se mantendrá. Esta interrogante va de la mano con las diversas opiniones sobre cuál será la evolución de la economía

* Preparado para presentación en seminario organizado por el Centro de Alumnos de la Escuela de Negocios de la Universidad Adolfo Ibáñez, Santiago, 27 de agosto. Deseo agradecer de manera especial a Erika Arraño y Enrique Orellana por sus valiosos comentarios y contribuciones a esta presentación.

¹ La expresión *ex-post*, en este contexto, se refiere a la evaluación de las decisiones “una vez conocido los eventos”. Mientras que, *ex-ante* se refiere a las decisiones que se toman previo a la ocurrencia de los eventos.

mundial. También es difícil encontrar en la historia económica una experiencia con tanta incertidumbre como la actual. Es posible argumentar que la crisis financiera en los Estados Unidos y en el mundo desarrollado es solo comparable con la de la Gran Depresión de los años treinta. También, que el *shock* mundial de inflación que vemos en la actualidad es solo comparable con el período de la Gran Inflación de los setenta.

Esta pésima combinación de inflación y crisis financiera, que en el pasado hubiera llevado casi sin dudas a una recesión, se ha dado en un mundo que sigue creciendo. Para algunos, este hecho da cuenta de la resiliencia de la economía mundial, lo que es signo de que su nivel de desarrollo le ha permitido mantener un razonable vigor, a pesar de enfrentar dificultades extremas. Sin embargo, para otros, lo peor puede estar por venir con una crisis de proporciones en el futuro. Finalmente, hay quienes ven en el sostenido crecimiento mundial la génesis de los problemas inflacionarios globales.

Podríamos destinar mucho tiempo al análisis de las causas de los problemas de la economía mundial, pero lo que me interesa destacar es cómo este y las visiones sobre lo que será su desarrollo han cambiado. Los precios de los alimentos y del petróleo han venido subiendo de manera importante e inesperada en el último tiempo. Partamos con el petróleo. En febrero de 1999 este era de 12 dólares el barril, hoy está en niveles insospechados incluso hace menos de un año. A comienzos del 2007 el precio del petróleo fluctuaba entre 50 y 60 dólares por barril y las distribuciones implícitas en los precios de opciones le otorgaban una probabilidad cercana a 10% a un escenario en que el precio superaría los 90 dólares a fines del 2008 (gráfico 2). En cambio, hoy las expectativas implícitas en las opciones indican que se asigna una probabilidad de 30% a que el valor del petróleo se sitúe por encima de 150 dólares el barril a fines de año. Más aún, el escenario que hace un año y medio parecía el más probable —con un precio entre 30 y 65 dólares— hoy se le asigna solo 1,5% de probabilidad. A esto se puede agregar que el precio del trigo y el maíz prácticamente se triplicaron y cuadruplicaron, respectivamente, en menos de un año (gráfico 3).

Asimismo, la estabilidad financiera mundial se ha visto amenazada por los alcances de la crisis *subprime*. Luego de un elevado crecimiento del precio de las viviendas en Estados Unidos, y muchos otros países desarrollados, que fue acompañado de una rápida expansión del crédito, se produjo un rompimiento de esta burbuja que desató la inicialmente llamada crisis *subprime* y que hoy se entiende más bien como una crisis financiera en los mercados desarrollados. Esta ha tenido implicancias sobre el crecimiento y la inflación en todo el mundo, y como acabo de señalar, las perspectivas son muy inciertas. Las expectativas de crecimiento para Estados Unidos se han deteriorado y vuelto más volátiles, aunque en lo más reciente se han estabilizado (gráfico 4).

Con todo, el mundo desarrollado está pasando por dificultades bastante serias, y el crecimiento mundial, como lo mencioné, es liderado por las economías emergentes. Cuánto durará el desacoplamiento está por verse, y dependerá en gran medida del impacto que tenga la actividad sobre los precios de las materias primas y la inflación. Si el contexto de menor crecimiento resulta en, al menos, el fin de los aumentos de los

precios de las materias primas, esto debería contribuir a suavizar el ajuste. Más en general, sabemos que para que las consecuencias sobre la producción sean acotadas, son importantes los cambios en los precios.

El resurgimiento de la inflación en un contexto de crecimiento ha llevado a los países emergentes a reducir su impulso monetario, para evitar que la mayor inflación transitoria se perpetúe hacia el mediano plazo. Por otro lado, los países desarrollados, y en particular Estados Unidos, han estado, en promedio, reduciendo sus tasas de interés, pues se considera que la desaceleración de la actividad permitirá contener las presiones inflacionarias (gráfico 5). En Europa, donde se esperaba, con alta probabilidad, un endurecimiento de la política monetaria después del alza de tasa de julio, el menor desempeño económico de la región ha llevado a los mercados a quitarle probabilidad a dicho escenario. Nuevamente, esto es el resultado de las perspectivas de inflación más contenidas, producto del menor crecimiento en los países desarrollados. Esto no significa que hacia el mediano plazo no habrá ajustes en las políticas monetarias, sino que estos dependerán de la evolución de cada economía. De darse una recuperación más rápida en los países desarrollados, es esperable mayores tasas de interés.

En este punto es preciso enfatizar que la política monetaria guiada por un objetivo inflacionario también responde a la evolución de la actividad económica, por cuanto las fluctuaciones del producto tienen efectos sobre la inflación. Si la economía se desacelera, ello implicará mayores holguras de capacidad y, por lo tanto, menores presiones inflacionarias. A su vez, esto permite una política monetaria más expansiva, o menos contractiva, que la que hubiera ocurrido de no observarse dicha desaceleración. Algo que la teoría macroeconómica nos enseña, y que he enfatizado en varias oportunidades, es que una política monetaria creíble permite no solo estabilizar la inflación sino que también el producto. Por lo tanto, una conducción de la política monetaria comprometida con un objetivo de estabilidad de precios permite además niveles de desempleo estables en torno a su nivel de pleno empleo². Es precisamente esa la orientación global de las políticas monetarias en países estables y con bancos centrales independientes, pues no solo se está conciente de los costos de la inflación, sino también de los costos en términos de actividad de actuar con demora.

La Globalización de la Incertidumbre

Toda la incertidumbre que les he mostrado afecta al escenario externo ha tenido impacto en el desarrollo del escenario interno y ha sido parte importante de las decisiones de política monetaria que hemos tomado en el último año y medio. Basta con decir que la inflación se encuentra en un nivel muy por sobre nuestro objetivo, y que a partir de mediados del 2007 la inflación anual ha estado la mayor parte del tiempo por sobre lo que esperábamos en nuestros Informes de Política Monetaria (IPoM), e incluso ha sobrepasado por bastante el límite superior del escenario de riesgos que contemplábamos en cada ocasión (gráfico 6).

² Ver por ejemplo, De Gregorio, (2008).

En este mismo período, vale decir desde julio del 2007 hasta este mes, la Tasa de Política Monetaria (TPM) ha aumentado en 275 puntos base y, en el escenario más probable, prevemos que será necesario seguir subiéndola para asegurar la convergencia de la inflación a la meta. El ideal es que la TPM siga una trayectoria lo más suave posible, lo que en los últimos meses no ha ocurrido (gráfico 7). Sin embargo, los cambios del escenario macroeconómico han sido muy impredecibles. Como recuento quisiera volver al panorama inflacionario que veíamos desde mediados del año pasado.

En mayo del 2007 estimábamos que en el escenario más probable la inflación se acercaría a 2% en el curso del segundo y tercer trimestre del 2007 y luego volvería a 3%, permaneciendo allí hasta fines del horizonte de proyección. La realidad fue muy distinta. Los riesgos al alza de la inflación que veíamos en ese entonces, en particular que el incremento de los precios internacionales de los alimentos podía intensificarse en el futuro cercano, se materializaron. A poco andar, la inflación comenzó a mostrar un incremento inesperado e incluso, para fines del segundo trimestre (solo un mes y medio después de publicado el IPoM) superaba el límite máximo de nuestro escenario de riesgos. Lo razonable entonces fue abandonar la estabilidad de la TPM. Así, esta aumentó en 25 puntos base en julio, agosto, septiembre, diciembre del 2007 y enero del 2008, hasta llevarla a 6,25%.

Para fines del 2007, sin embargo, la inflación había escalado hasta cerca de 8% anual.

Nuevamente quisiera detenerme en el análisis de las situaciones de riesgo. Indudablemente que podríamos haber elegido un camino distinto, ponderar de otra forma los riesgos y haber aumentado la TPM más de lo que lo hicimos. En ese momento, considerada la información de la que disponíamos, no creímos que fuera conveniente entregar un sesgo restrictivo a la política monetaria más fuerte del que ya le estábamos imprimiendo. Tampoco podíamos abstraernos de lo que pasaba en el mundo, en el que, tal como les mencioné, se encontraba en pleno desarrollo la crisis *subprime*. Simultáneamente, a partir de septiembre el tipo de cambio se apreciaba, en gran parte en respuesta a la situación internacional. Aún en medio de este contexto de riesgos en ambas direcciones, aumentamos la TPM, evaluando que el nivel que había alcanzado la inflación provocaba serios riesgos.

El panorama cambió sustancialmente en el primer trimestre de este año. El escenario inflacionario, a pesar de ser aún adverso, tenía favorables perspectivas y la TPM no se movió entre febrero y abril. De hecho, la inflación se ubicó algo por debajo de nuestro escenario central. Para comienzos del segundo trimestre, la situación externa había empeorado, el tipo de cambio seguía apreciándose, la actividad interna prolongaba el bajo crecimiento de fines del 2007, y existían muchas incertezas respecto del grado de propagación de la inflación y del efecto que tendrían las nuevas alzas en los precios internacionales de los alimentos. Ello llevó a que se retirara el sesgo restrictivo a la política monetaria futura. Parte de las razones que hubo detrás del cambio en la evaluación de las perspectivas para la TPM, fue que el Consejo consideró que una apreciación de la magnitud que se había observado, en la medida que fuera persistente, tendería a reducir las presiones inflacionarias.

En ese mismo contexto, dada la alta incertidumbre financiera internacional, el abanico de escenario de riesgos externos era muy amplio, y la mayor parte exhibía un sesgo negativo, con potenciales consecuencias muy dañinas sobre la economía nacional. En particular, se desconocían las implicancias que la crisis financiera podría tener sobre el acceso al financiamiento de las economías emergentes. Por ello, ante los riesgos de que alguno de estos escenarios extremos se concretara, en abril comenzamos un programa de intervención en el mercado cambiario para fortalecer la posición de liquidez internacional de la economía, anunciando un incremento de las reservas internacionales de 8 mil millones de dólares, en un plazo de ocho meses. Este programa, además del marco de políticas macroeconómicas, nos ponía en una situación favorable para enfrentar de mejor forma la eventualidad de un deterioro adicional, severo y abrupto del entorno externo. Asimismo, considerábamos que, de no verificarse escenarios más adversos, nuestra posición de liquidez internacional saldría fortalecida. Por su parte, dadas las perspectivas inflacionarias, consideramos que dicho panorama podría absorber una depreciación del peso. Sin duda que fue una decisión llena de riesgos, pero por la forma en que se implementó nos permitía reservar la completa capacidad de subir la TPM si las perspectivas inflacionarias así lo requirieran. Tal como finalmente sucedió.

La intervención tuvo como objetivo básicamente limitar los riesgos, es decir, comprar un seguro en una situación que, aunque poco probable, podía llegar a ser muy dañina. Esto, amparado en un escenario en que los otros riesgos respecto de la inflación se habían moderado. La intervención tampoco perseguía un nivel para el tipo de cambio. Los riesgos financieros internacionales no han cambiado de manera significativa, aunque si la evolución de la inflación. Pero coherente con ello, también ha cambiado la política monetaria. Al cierre de la semana pasada, el tipo de cambio nominal había aumentado cerca de 90 pesos respecto del día en que se anunció la intervención. De esa cifra, no es posible atribuir una parte significativa a la acción del Banco.

Sobre la evolución de la inflación en los últimos meses, solo me basta decir que a fines del segundo trimestre la inflación anual del IPC ya estaba por sobre lo que era el límite superior de nuestro escenario de riesgos. Así, nuevamente, después de las buenas noticias del primer trimestre, la inflación era mayor a la esperada por nosotros. La evaluación general apunta que el problema central ha sido una mayor propagación de los *shocks* internacionales.

¿Qué la explica? Hay varios factores que se pueden mencionar. Podría haber un fenómeno de re-indexación de precios y salarios ante la elevada inflación. Expectativas inflacionarias que han aumentado, en particular en horizontes más cortos, lo que podría poner presiones en la fijación de precios. Un tipo de cambio depreciado con fuerza desde abril a la fecha, pero, en todo caso, no muy distinto de lo que esperábamos fuera hace un año. La demanda interna ha crecido aceleradamente, y esto puede haber permitido que los precios se reajusten más rápido. Por último, los elevados costos de la energía acumulados hasta ahora han generado significativas presiones de costos que han sido difíciles de absorber sin algunos cambios de precios. La importancia relativa de ellos en la propagación como en la solución del problema inflacionario actual es algo que estamos

analizando y discutiendo en detalle al interior del Banco mientras preparamos nuestro próximo Informe de Política Monetaria.

En línea con lo anterior, tal vez uno de los principales cambios en el escenario macroeconómico de los últimos meses ha sido el que distintas medidas de expectativas de inflación no sean coherentes con la meta (gráfico 8). El análisis inicial apuntaba a que la desviación presente en algunas medidas —en particular las compensaciones inflacionarias— respondía en gran parte a las mayores primas por riesgo que se derivaban de los altos niveles de la inflación. De hecho, tanto un recuadro incluido en el IPoM de mayo, como presentaciones mías, de los Consejeros y de altos ejecutivos del Banco, daban cuenta de las razones detrás de esta evaluación.

El nivel que han alcanzado hoy las expectativas de inflación, particularmente que aquellas a más de dos años plazo también se hayan alejado de 3%, habla de que parte de este aumento puede responder a una genuina mayor expectativa de inflación y no solo a un incremento de los premios. A ello se ha sumado que otras medidas de expectativas de inflación, en particular la que se desprende de la Encuesta de Expectativas Económicas, también muestran valores por sobre 3% a dos años plazo.

Nuestras decisiones de política monetaria en los últimos meses han ido justamente en la dirección de reafirmar, una vez más, nuestro compromiso con la meta y aminorar los riesgos de que la convergencia de la inflación a 3% tarde más de dos años. Así, subimos con fuerza la TPM, 50 puntos base en junio, julio y agosto, hasta ubicarla en 7,75%.

Como ya lo señalé, a pesar de que nos gustaría que los ajustes siempre fuesen graduales, hemos debido actuar con fuerza ante la gravedad del problema inflacionario y el costo de que se concreten los escenarios de riesgos más extremos. Quiero recalcar que aunque los escenarios adversos tengan una muy baja probabilidad de ocurrencia, pueden tener enormes costos. Por esta razón, cada vez que tomamos una decisión en el Banco, debemos hacerlo considerando un adecuado manejo de los riesgos e intentando minimizar el daño de eventos muy negativos, pero al mismo tiempo que se enmarquen en una orientación de la política monetaria coherente con la estabilidad de precios.

En tiempos en que la incertidumbre es relativamente acotada, “irse por la media” puede ser sabio y, probablemente, la decisión más habitual. Esto no es más que el resultado de la *equivalencia cierta*, por la cual resolver problemas con incertidumbre es equivalente a resolverlo sin incertidumbre, pero respecto de su media. Sin embargo, en tiempos como los actuales, en que la incertidumbre ha escalado significativamente, se requiere de mucha mayor atención a escenarios extremos y a la mitigación de sus potenciales consecuencias³.

Una complicación adicional del contexto actual es que los desafíos que enfrentamos son mayores y estamos haciendo política monetaria “fuera de muestra”. A diferencia de países desarrollados, donde la estabilidad de precios les ha acompañado por varias

³ Mishkin (2008) presenta una interesante discusión de manejo de riesgos en el contexto de la reciente crisis en los Estados Unidos.

décadas, en nuestro caso la inflación fue conquistada en el transcurso de los noventa, y consolidada en niveles bajos y estables a principios de esta década. No tenemos evidencia “dentro de muestra” de cómo se ajusta la economía a elevados *shocks* inflacionarios. Tenemos que buscar evidencia indirecta para entender y predecir la dinámica de la inflación como respuesta a *shocks* externos muy extremos.

Por otra parte, aunque nuestras decisiones de política monetaria siempre envuelven la toma de riesgos, es importante destacar la virtud de nuestro actual esquema de política que permite corregir el curso de ellas con prontitud y flexibilidad a las nuevas condiciones, en un marco de reglas y objetivos bien definidos. Más aún, tomar decisiones en un ambiente de alta incertidumbre regularmente lleva a que aquellos que deben tomarlas, prefieran ser cautos y aplicar cambios graduales. Esto no es más que una consecuencia del conocido *principio de Brainard* (Brainard, 1967), el que establece que la incertidumbre debería llevar a actuar con cautela, es decir ser algo más conservador en los movimientos de tasas de interés que si hubiera certeza. No obstante, uno de los casos en que este principio puede ser revertido es precisamente cuando la incertidumbre no proviene solo del escenario que se enfrenta, sino que de las características de la economía. Es por ello que en situaciones como la actual, se pueden requerir acciones de política monetaria rápidas y decididas.

Comentarios finales

Hace un año, nadie, o casi nadie, pensaba que el petróleo bordearía 150 dólares el barril, ni que la crisis financiera llegaría a un estado en donde la Reserva Federal rescataría a *Bear Sterns* y a las agencias hipotecarias, con respaldo estatal, *Freddie Mac* y *Fannie Mae*. Tampoco se preveía el nivel del traspaso a los precios internos de los *shocks* internacionales. De haber sabido todo esto, sin duda que la trayectoria de la TPM hubiera sido distinta.

En este ambiente de incertidumbre hemos tomado riesgos, pero hemos actuado con flexibilidad para cumplir con nuestro compromiso anti-inflacionario. La velocidad y el signo de nuestra respuesta han estado basados tanto en nuestra evaluación de riesgos, como de acuerdo a las sorpresas que nos han golpeado, las que en el último tiempo han sido particularmente agudas y han requerido de acciones decididas.

No solo en Chile, sino en todos los países con bancos centrales comprometidos con la estabilidad de precios, hemos visto movimientos de sus instancias de política monetaria acordes con su estado en el ciclo económico y las perspectivas inflacionarias, que permiten un ajuste gradual y con bajos costos a la grave situación actual.

Mención especial merece la economía de Estados Unidos. Se ha argumentado que con su mandato dual la Reserva Federal abandonó la inflación en pos del crecimiento. Pero la lectura no puede ser tan simple. Lo que hizo fue prevenir el riesgo de una implosión del sistema financiero y una propagación de sus turbulencias como si ocurrió durante la Gran Depresión. Lo que ellos han hecho, tal como lo haría cualquier banco central, incluido el nuestro, que tiene un mandato sobre la estabilidad financiera es acotar el riesgo de

colapso, asegurándose que haya una adecuada provisión de liquidez, lo que resulta inevitablemente en un relajo monetario. La desaceleración en ciernes contribuirá a enfriar las presiones inflacionarias. Sin duda que aquí la Reserva Federal también ha hecho una evaluación de riesgos, pues se espera que la actividad, por ahora y sin necesidad de alza de tasas, se encargue de controlar la inflación mientras el foco está en la estabilidad financiera.

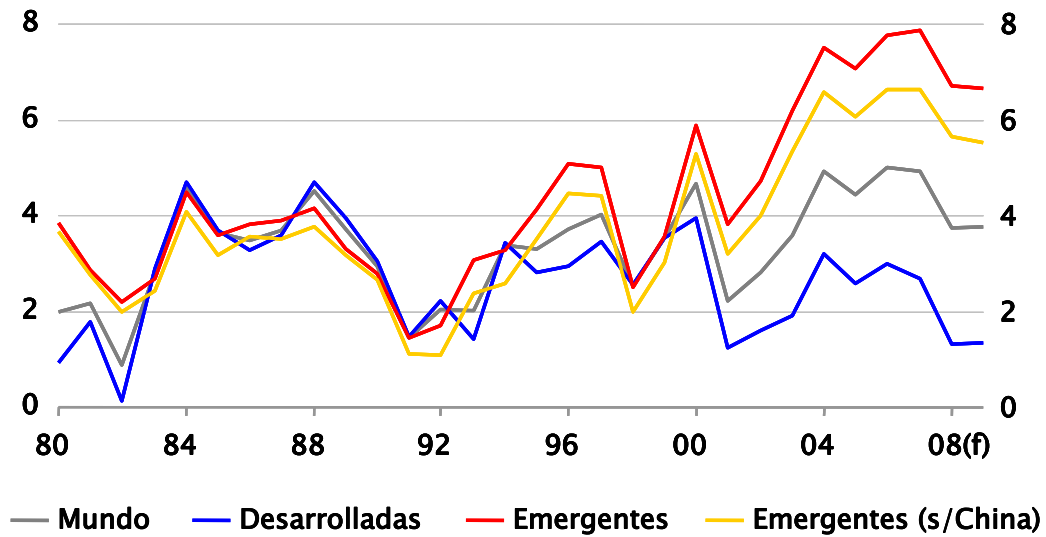
En nuestra situación, en cambio, el principal riesgo que hoy enfrentamos es una dinámica inflacionaria más persistente de lo esperado. Siempre la política monetaria debe manejar un *trade-off* de corto plazo entre inflación y crecimiento, pero hoy el verdadero desafío no es entre un “poquito más de inflación por un poquito más de crecimiento”, sino que “un poquito menos de crecimiento hoy versus mucho menos mañana”. La historia inflacionaria del mundo demuestra que permitir que la inflación persista más allá de lo razonable tiene enormes costos de estabilización futura, y por ello la política monetaria debe evitar que ello ocurra. Esto es precisamente lo que estamos haciendo.

Muchas gracias

Referencias

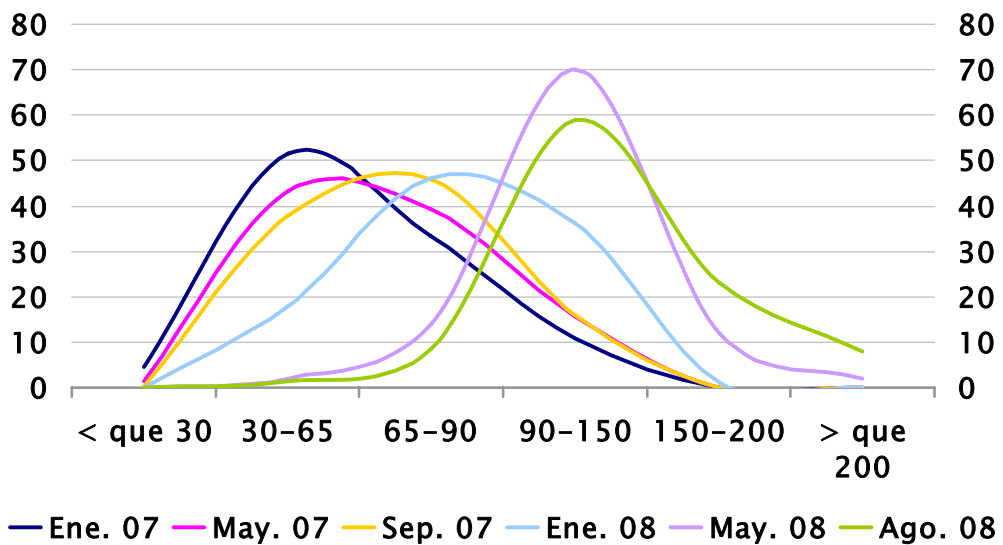
- Brainard, W. (1967), “Uncertainty and the Effectiveness of Policy”, *The American Economic Review*, Papers and Proceedings, Vol. 57, No. 2, pp. 411-425
- De Gregorio, J. (2008), “Gran Moderación y Riesgo Inflacionario: Una Mirada desde Economías Emergentes”, Banco Central de Chile, Documento de Política Económica N.º 24, mayo.
- Mishkin, R. (2008), “Monetary Policy Flexibility, Risk Management, and Financial Disruptions”, Presentación en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, enero.

Gráfico 1
Crecimiento mundial
 (variación anual, porcentaje)



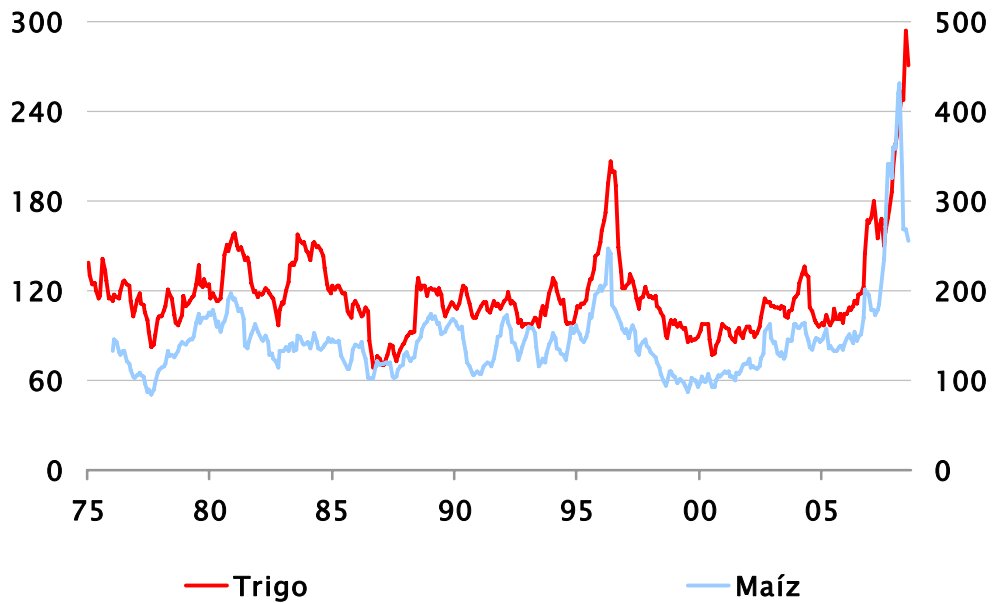
(f) Proyección.
 Fuente: WEO Abril 2008, Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 2
Distribución de probabilidades para el precio del petróleo a diciembre del 2008
 (porcentaje)



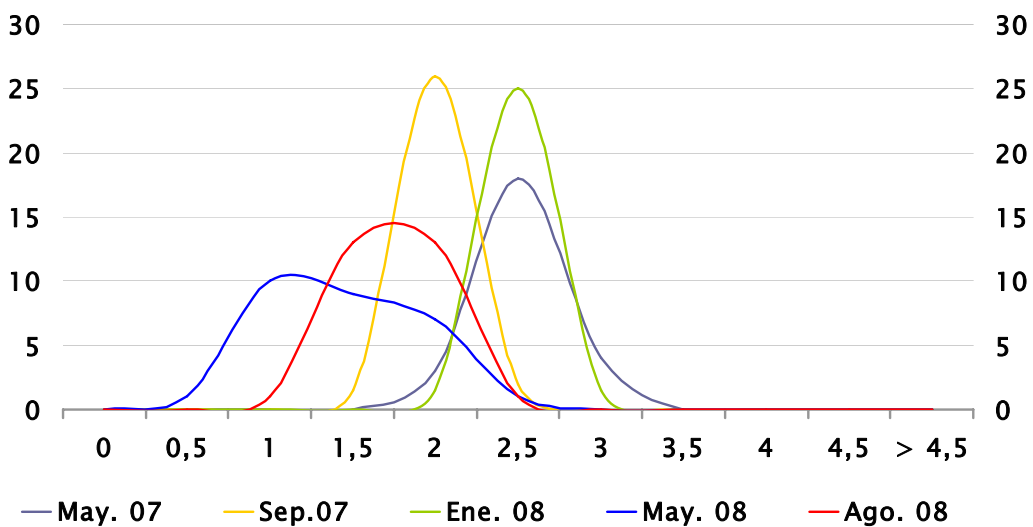
Fuente: Commodity Weekly, Deutsche Bank.

Gráfico 3
Precio del trigo y el maíz
 (dólares por tonelada)



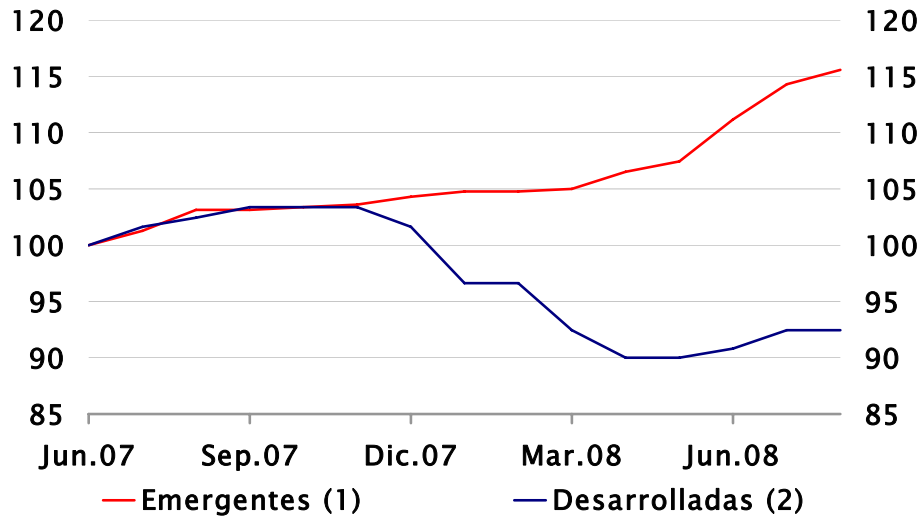
Fuente: Bloomberg y ODEPA.

Gráfico 4
Distribución de probabilidades para el crecimiento de EE.UU. en el 2008
 (variación anual, porcentaje)



Fuente: Consensus Forecasts.

Gráfico 5
Tasas de Política Monetaria
 (índice, junio 2007=100)

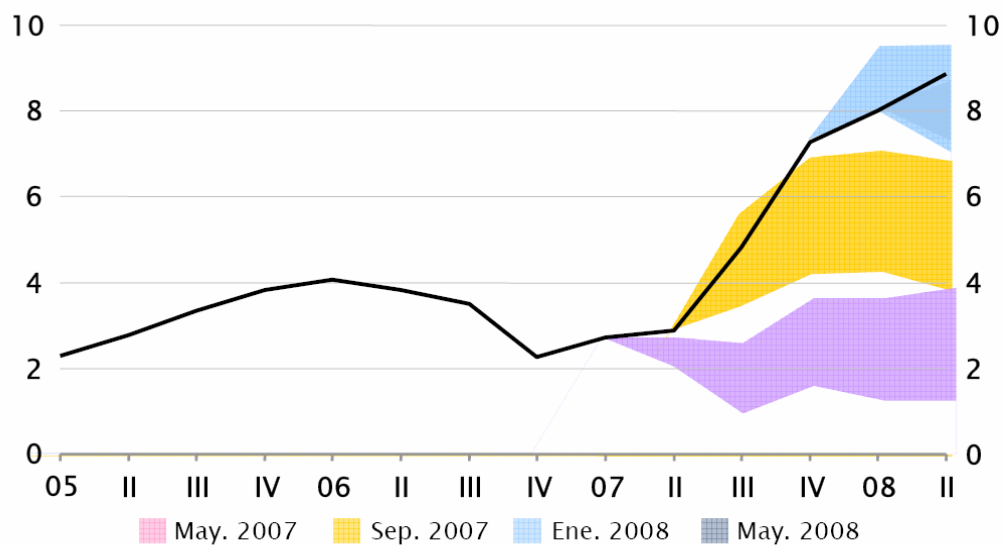


(1) Considera el promedio simple de las tasas de referencia de: Brasil, Colombia, Corea, Chile, China, Hungría, India, Israel, México, Perú, Polonia, República Checa, Sudáfrica y Turquía.

(2) Considera el promedio simple de las tasas de referencia de: Canadá, EE.UU., Japón, Noruega, Reino Unido, Suecia, Suiza y Zona Euro.

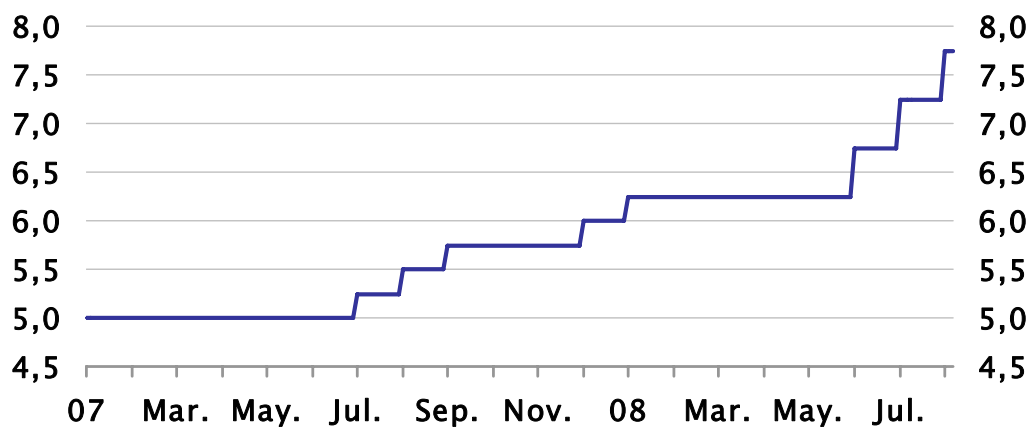
Fuente: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 6
Proyecciones de inflación contenidas en los IPoM
 (variación anual, porcentaje)



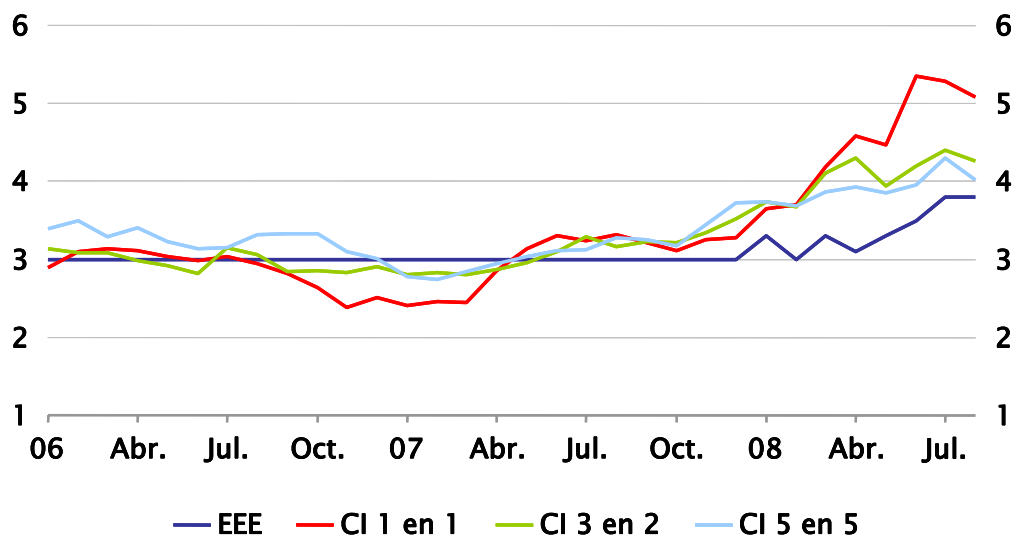
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 7
Tasa de Política Monetaria
 (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 8
Expectativas de inflación
 (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.