

PRESENTACIÓN ANTE LA COMISIÓN DE ECONOMÍA, FOMENTO Y DESARROLLO DE LA CÁMARA DE DIPUTADOS

José De Gregorio
Presidente
Banco Central de Chile
14 de julio, 2008

Quisiera agradecer la invitación de la Comisión de Economía de la Cámara de Diputados a exponer sobre la compleja situación económica que estamos enfrentando y sobre la conducción de la política monetaria del Banco Central. Es esta una excelente oportunidad para exponer ante los honorables diputados el panorama inflacionario que estamos viviendo y las razones por las cuales el Banco Central está adoptando las medidas recientemente anunciadas, en relación con la tasa de interés. También será una excelente oportunidad para escuchar y responder a sus inquietudes.

El problema inflacionario

El principal problema que enfrenta la economía chilena en la coyuntura actual, es la elevada inflación. Efectivamente, el origen de la inflación es externo, inesperado y muy agudo. Pero el riesgo, y lo que estamos observando en los datos más recientes, es que su traspaso a los precios de bienes y servicios relacionados indirectamente con los desarrollos externos está ocurriendo con algo de mayor intensidad que la prevista en nuestro último *Informe de Política Monetaria* (gráfico 1).

Si bien hay efectos de segunda vuelta que estaban contemplados en nuestras proyecciones, las recientes cifras de inflación han revelado efectos de propagación más allá de lo deseado, así como aumentos de las expectativas de inflación, en particular en plazos cortos, que pueden generar una dinámica inflacionaria muy perniciosa.

Ciertamente el origen de la inflación es importado. Obviamente, con la política monetaria no podemos controlar el alza del precio del petróleo ni de otros *commodities*, pero si podemos contener y desalentar su contagio al resto de los precios y expectativas. Esa es la principal forma en que la política monetaria, a través de la tasa de interés, puede evitar que un fenómeno que hasta hace un tiempo era puntual y externo, se transforme en un problema generalizado e interno, haciendo persistir los elevados niveles de inflación más allá de lo prudente.

Para graficar lo severo de los *shocks* externos, baste recordar que solo un año atrás, el precio del petróleo, que ya era muy alto, alcanzaba solo a la mitad del nivel observado recientemente (gráfico 2). Esto ha tenido implicancias, no solo a través de sus efectos directos, sino que también por los efectos en los costos de producción del resto de la economía.

En condiciones normales, frente a *shocks* de inflación importada nuestro esquema de política monetaria es capaz de absorberlos sin necesidad de actuar de manera significativa con las tasas de interés. De hecho, al adoptar un horizonte de política de dos años, estamos implícitamente aceptando que en dicho lapso puede absorberse un cambio de precios relativos con algún impacto menor en la inflación, sin comprometer la meta de 3%.

No obstante, para que esto ocurra es clave que las expectativas de inflación permanezcan estables. De esta forma, los fijadores de precios y salarios realizarán sus reajustes coherentes con la meta de inflación y sin tomar en excesiva consideración los aumentos pasados en los precios. Por el contrario, si las expectativas comienzan a subir, sin que haya acciones de política monetaria, lo más probable es que la inflación se perpetúe a un nivel más alto. De ocurrir esto, retornar a la estabilidad de precios será mucho más costoso. Es por ello que, ante el incremento de las expectativas inflacionarias y el aumento inesperado en el precio de otros bienes, es prudente reducir el impulso monetario (gráfico 3).

Lo que quiero resaltar es simplemente que no podemos descuidar la inflación argumentando que es de origen importado, pues, dada la magnitud del *shock* y tal como hemos visto en las cifras recientes, los precios externos empiezan a contaminar al resto de los precios y las expectativas de inflación. Y ese fenómeno puede generar presiones inflacionarias generalizadas, aumentos desmedidos de precios y salarios, creando un espiral dañino para la estabilidad. En la actualidad, el *shock* de precios ha sido de una magnitud y severidad que pone en riesgo la estabilidad de precios de mediano plazo (gráfico 4).

Por lo tanto, es rol del Banco Central asegurarse de que el contagio de la inflación importada a otros precios sea acotado y no se convierta en un aumento permanente de la inflación.

Hasta ahora, la evolución de los salarios ha sido coherente con el retorno de la inflación a su meta, lo que se ha reflejado en que los salarios reales se hayan desacelerado (gráfico 5). Es necesario seguir monitoreando su evolución, de forma de verificar que sigan creciendo a nivel agregado de manera coherente con nuestra meta de inflación que contempla un retorno al 3% en un horizonte de dos años. Es importante que los salarios crezcan con moderación y contemplando una caída futura de la inflación. Lo mismo vale para los precios de bienes y servicios.

Como señalé recién, nuestro horizonte de política se ha establecido precisamente para permitir un acomodo gradual de los cambios en precios relativos, pero sin perder el ancla. Si el horizonte fuera corto, habría que presionar una deflación en los precios de los bienes que no han sido afectados por presiones externas, con sus consecuentes costos en términos de actividad. Debemos permitir que haya ajustes de precios relativos en la economía, pero debemos evitar que ellos conduzcan a mayor inflación.

Hemos afirmado en reiteradas oportunidades que no es recomendable que la política monetaria sobrereacte a las noticias de corto plazo. Pero tampoco podemos ser complacientes. El Banco debe reforzar su credibilidad, pero esto no se puede basar solo en buenas intenciones y declaraciones sino también en acciones. El discurso anti-inflacionario debe ser coherente con las acciones de política monetaria. En los bancos centrales estamos

siempre tomando riesgos con nuestras decisiones, y hoy día el balance de riesgos requiere particular atención a los riesgos al alza en materia inflacionaria.

Es por ello que en las dos últimas reuniones hemos subido en total 100 puntos base nuestra tasa de política y hemos puesto un sesgo al alza en su trayectoria futura. Esto lo hacemos precisamente para reflejar nuestro compromiso de contener las presiones inflacionarias. Actuar con lentitud requeriría de una dosis más severa de alza de tasas en el futuro.

El programa de acumulación de reservas y la actividad económica

Ante el incierto panorama de la crisis financiera en países desarrollados, en el cual no se puede descartar dificultades de financiamiento para las economías emergentes, y en un momento en el cual el peso chileno se había apreciado significativamente, el Banco Central consideró que era un momento apropiado para fortalecer su posición de liquidez internacional. Para ello, en abril dio comienzo a un programa de acumulación de reservas internacionales, por la vía de acumular 8.000 millones de dólares en el curso del año. (gráfico 6)

La forma de realizar esta intervención fue no buscar un objetivo para el tipo de cambio y por ello se ha estado implementando de manera mecánica comprando 50 millones de dólares diarios. De esta forma se mantiene la independencia de la política monetaria para ajustar la tasa de interés de acuerdo a las exigencias del control inflacionario, pero sin eliminar el canal cambiario. Aún no hay signos que nos hagan cambiar nuestro programa original. Si bien los riesgos de una crisis financiera global se han reducido, estos aún persisten. En particular, todavía no se conocen todas las repercusiones de la crisis financiera internacional sobre los mercados emergentes.

La intervención es una medida excepcional, acorde tanto con la flotación cambiaria como con el esquema de metas de inflación. Difícilmente se puede asignar a la intervención cambiaria la totalidad de la depreciación reciente del peso.

La trayectoria de la actividad sigue evolucionando de acuerdo a lo esperado, y es coherente con el escenario base del último IPoM (gráfico 7). Las últimas cifras de IMACEC, actividad industrial y desempleo se encuentran dentro de los rangos proyectados, con los habituales vaivenes mensuales. Con la información disponible hasta ahora, la actividad económica del segundo trimestre será mayor que la del primero y coherente con lo previsto en mayo. De ocurrir alguna desviación de la actividad respecto de lo contemplado en esa ocasión, estos antecedentes serán tomados en cuenta en nuestras futuras decisiones de política monetaria por su eventual impacto en la inflación proyectada.

La demanda interna ha estado creciendo con vigor, particularmente el consumo y la inversión (gráfico 8). Si bien la demanda interna no ha sido parte del origen de la inflación, su moderación hacia adelante es parte de la solución, pues permite quitar presiones inflacionarias y limita la propagación de la inflación importada a otros precios. Precisamente esto es lo que se persigue al reducir el grado de expansividad de la política monetaria.

Permítanme referirme al rol de la política fiscal en esta coyuntura. Por supuesto esta es una decisión política que corresponde al Gobierno y al Congreso Nacional, pero siempre tiene implicancias macroeconómicas. Desde que se conoció el presupuesto para el año 2008 nuestras estimaciones se han hecho con el supuesto que el gasto público crece en términos reales a una tasa de 8,9% durante el año. La revisión más reciente de las cifras fiscales así como la evolución del gasto agregado no nos llevan a cambiar este supuesto, pero estamos a la espera de la información del Ministerio de Hacienda para actualizar dichas estimaciones.

Con todo, y en virtud de la discusión presupuestaria que se avecina es preciso hacer algunas aclaraciones. En primer lugar, por lo general un aumento del gasto fiscal o una disminución de los impuestos presionan al alza de las tasas de interés y a la baja del tipo de cambio. La magnitud específica así como el horizonte durante el cual estos efectos se manifiesten dependerá de muchos factores, como su persistencia, los componentes específicos de que se trate, etc., por lo tanto es algo que debe evaluarse en cada circunstancia. En segundo lugar, la política monetaria afecta a la inflación por la vía de reducir el crecimiento de la demanda agregada. Por lo tanto, aritméticamente, más gasto público o menores impuestos deben ser compensados con una política monetaria más estricta y menor gasto privado, de modo de asegurar que las presiones inflacionarias se mantengan contenidas. Esto es particularmente relevante en la actual coyuntura inflacionaria. Independiente de lo anterior, una política monetaria predecible y estable se apoya en una política fiscal que se diseña sobre la base de reglas, y que estas se cumplan, tal como ha ocurrido en los últimos años.

Palabras finales

Nuestra economía está preparada para enfrentar un escenario económico internacional muy adverso. Pero la actual coyuntura económica demuestra que no somos inmunes y que debemos ajustarnos. Postergar un ajuste o descansar amparados en la fortaleza de nuestra economía así como en la credibilidad que ha construido el Banco Central solo nos debilitaría. No podemos arriesgar la credibilidad. Ella no solo nos permite tener inflaciones estables, dentro de rangos razonables dados los *shocks* externos, sino que también tener un ciclo económico menos pronunciado, es decir menos experiencias de auges seguidas por caídas severas. La pérdida de credibilidad, que ocurre cuando no se toman las decisiones apropiadas en los momentos adecuados, solo conduce a mayores costos para controlar la inflación. Contener la inflación no es gratis, pero postergar esa contención es aún más costoso.

No creo que sea necesario volver a discutir los costos de la inflación y lo importante de la estabilidad de precios. Todos los chilenos, estamos sufriendo sus costos. De persistir una inflación alta, solo estaremos restando a nuestra capacidad de progreso.

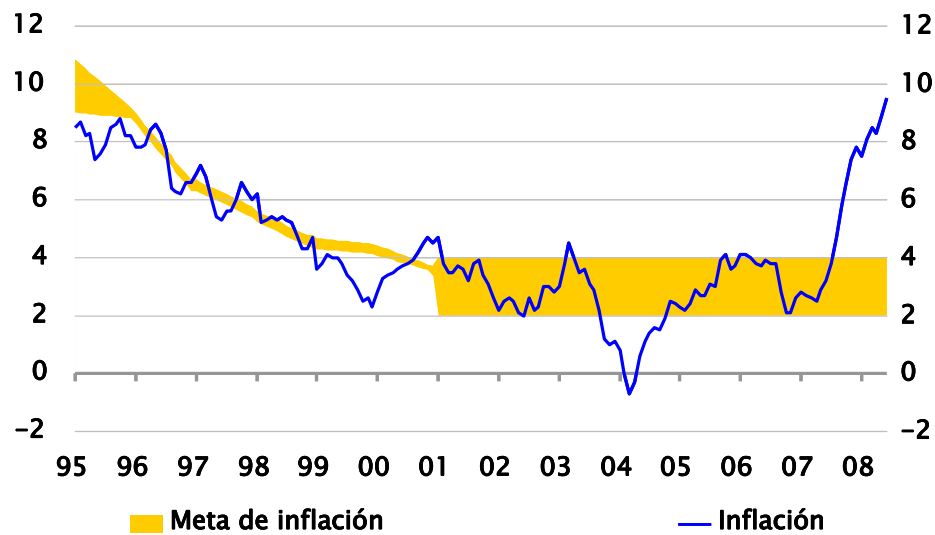
El Banco Central de Chile no eludirá su responsabilidad de conducir la política monetaria de manera que la inflación retorne a la meta de 3%. Tenemos plena conciencia de los costos que impone a la población el sufrir niveles de inflación a los que nuestro país se había desacostumbrado. La inflación es un fenómeno que no distingue entre personas. Afecta a

todos quienes reciben un salario, porque reduce su capacidad de compra. Afecta a quienes deben pagar deudas que crecen día a día. Y afecta, de manera especial a los pobres que tienen menos capacidad de protegerse de las alzas de precios.

Con alta inflación no hay crecimiento ni desarrollo sostenibles. Por ello, no se puede permitir que los actuales niveles persistan más allá de lo prudente. Una inflación baja y estable es la principal contribución del Banco Central de Chile al bienestar de la población y al progreso del país y orientaremos todos nuestros esfuerzos a cumplir con el mandato legal que se nos ha encomendado.

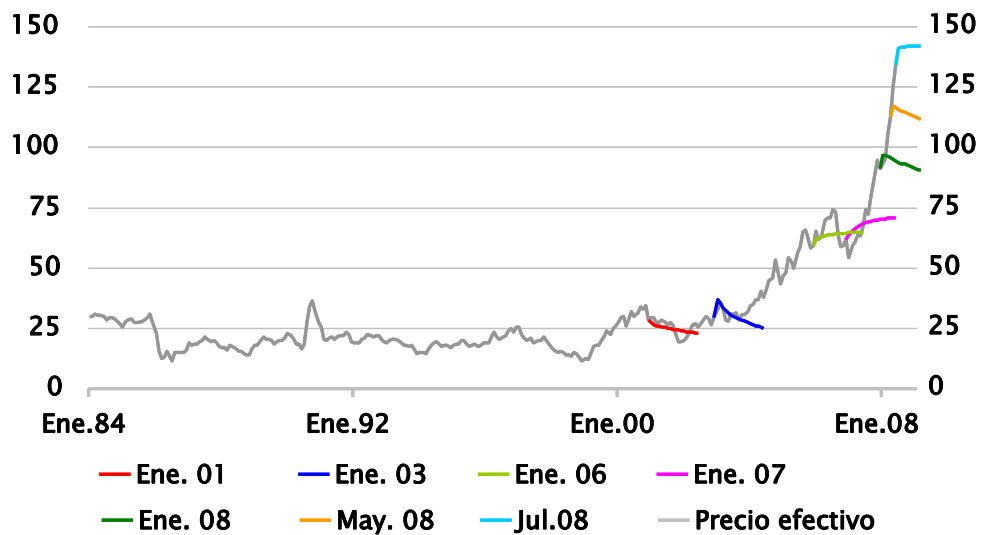
Muchas gracias.

Gráfico 1: Inflación IPC
(variación anual, porcentaje)



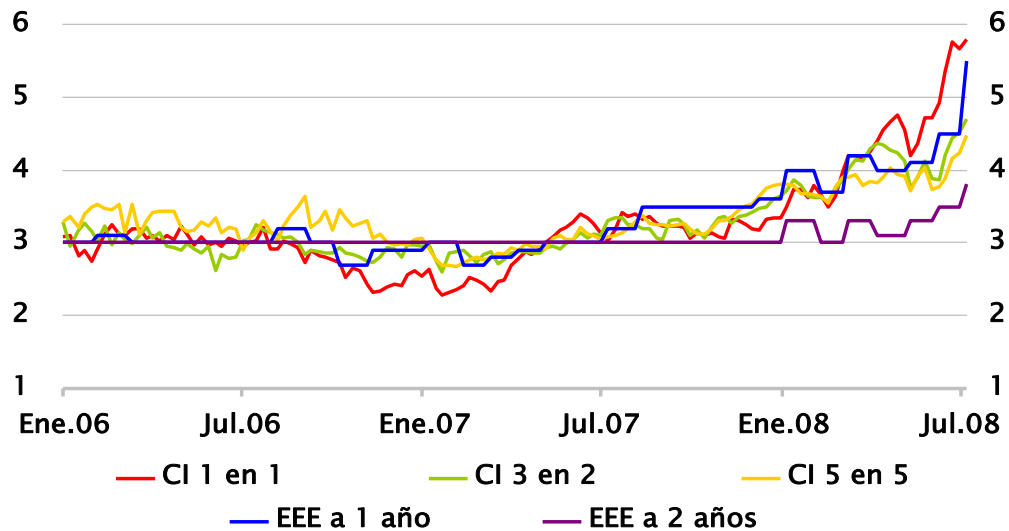
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 2: Precio del petróleo WTI y proyecciones (*)
(dólares el barril)



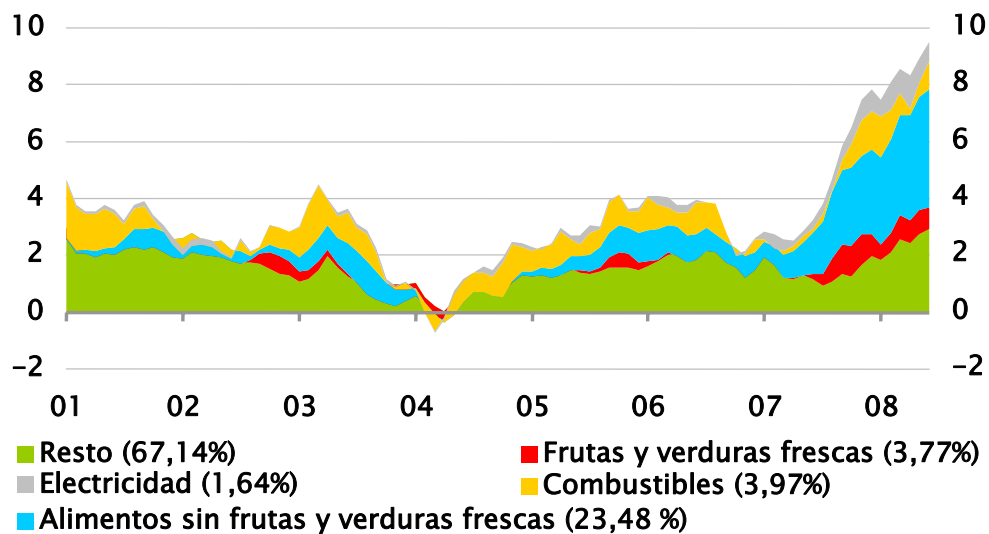
(*) Las proyecciones corresponden a las entregadas en los IPoM respectivos.
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 3: Expectativas de inflación (*)
(datos semanales, porcentaje)



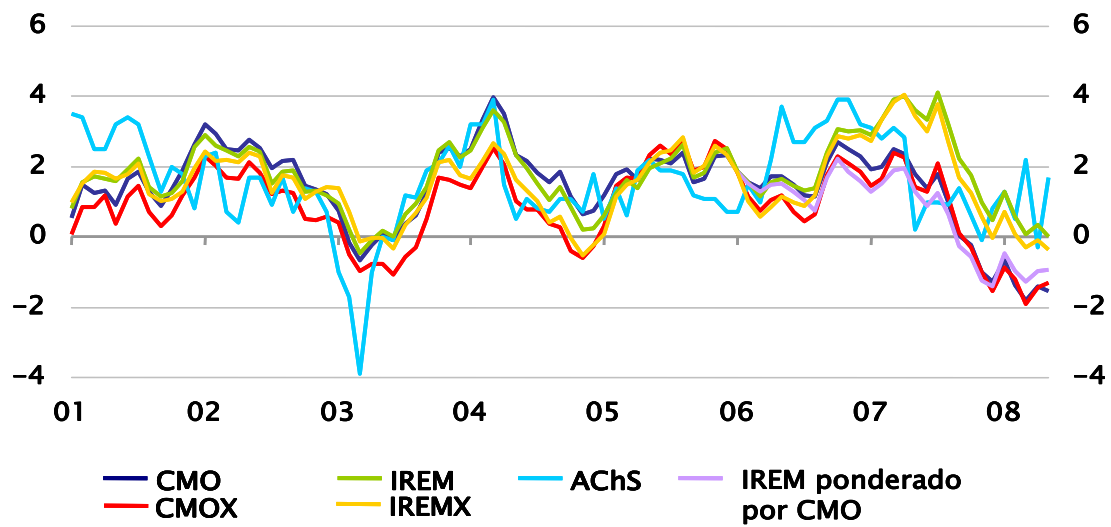
(*) Compensaciones inflacionarias *forward*.
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 4: Incidencias en la inflación anual del IPC (*)
(puntos porcentuales)



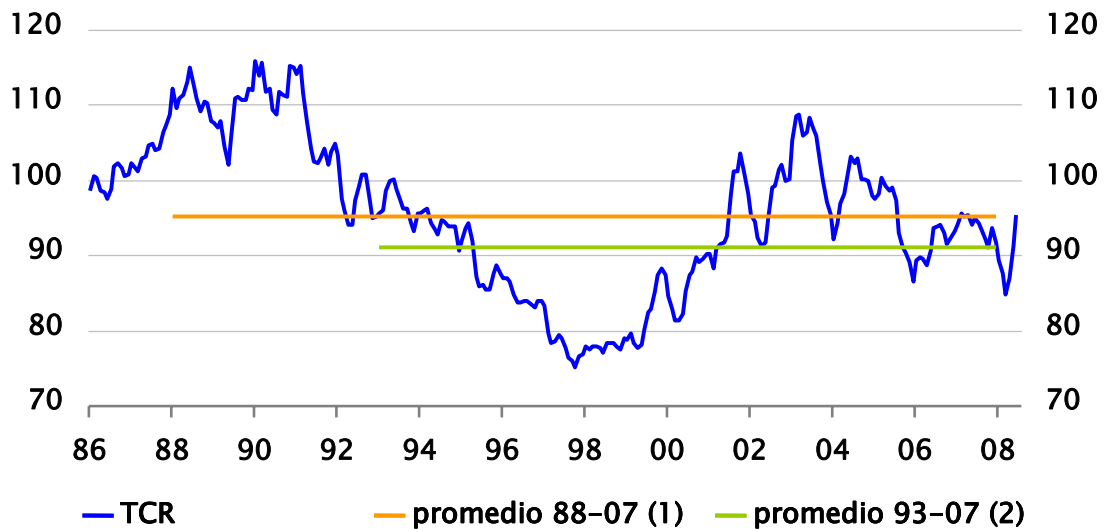
(*) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 5: Salarios Reales
(variación anual, porcentaje)



Fuentes: Asociación Chilena de Seguridad, Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 6: Tipo de cambio real
(índice 1986 = 100)

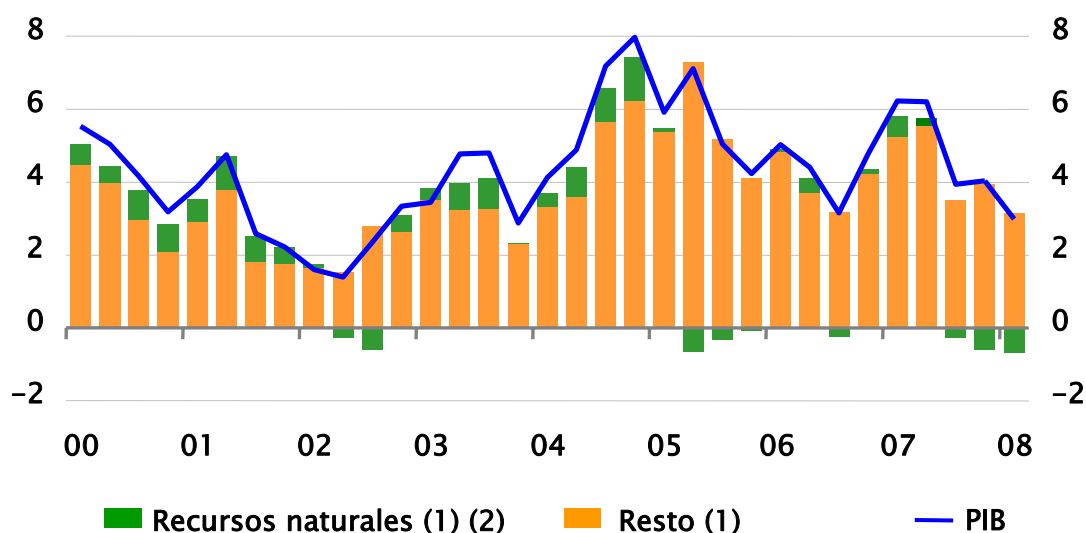


(1) Promedio del período enero de 1988 a diciembre de 2007.

(2) Promedio del período enero de 1993 a diciembre de 2007.

Fuente: Banco Central de Chile.

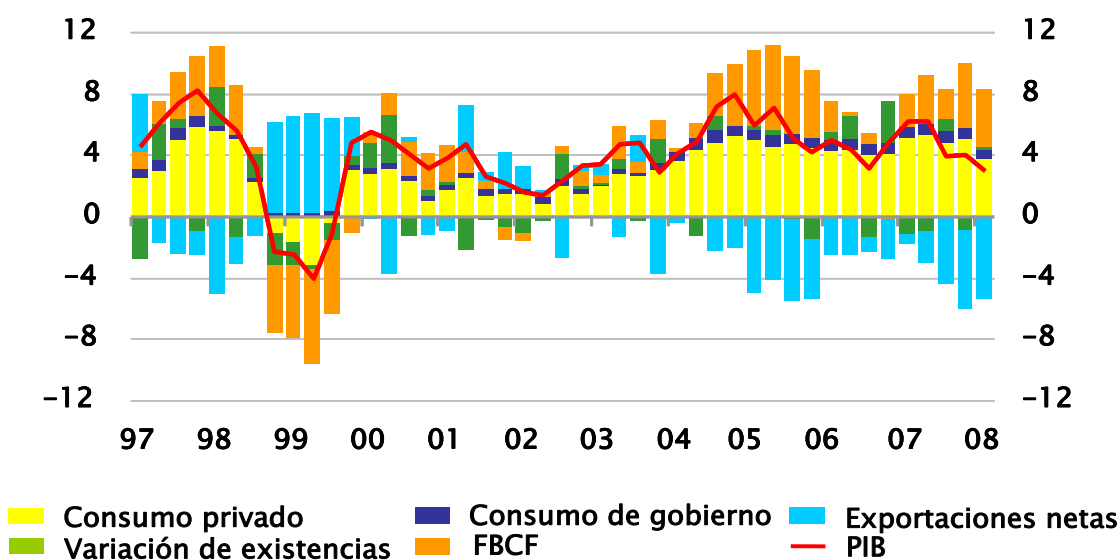
Gráfico 7: PIB: contribución al crecimiento
(crecimiento real anual, porcentaje)



- (1) Corresponde al PIB a costo de factores más imputaciones bancarias.
(2) Corresponde a los sectores: minería, pesca y EGA, que ponderaron 10,7% del PIB total del 2007.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 8: Contribución al crecimiento del PIB
(variación real anual, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.