

Desarrollos y Decisiones de Política Recientes en la Economía Chilena

José De Gregorio*
Presidente
Banco Central de Chile
Abril 2008

Agradezco la invitación de la Chilean-American Chamber of Commerce para hablar sobre la coyuntura y perspectivas de la economía chilena. La semana pasada ha estado llena de novedades, y para informar no solo aquí, sino que también en Chile, de la lógica de las decisiones que hemos adoptado y como se enmarcan en nuestro esquema de política monetaria, es que he decidido escribir esta presentación en nuestro idioma y trataré de hacer mi mejor esfuerzo al traducir la presentación al inglés.

La economía chilena atraviesa por una coyuntura compleja. El Banco Central de Chile organiza su política monetaria con un objetivo inflacionario que tiene como meta que la inflación medida en doce meses se ubique la mayor parte del tiempo en 3% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual. El año 2007 la inflación se elevó de manera importante, cerrando el año y comenzando este con registros cercanos al 8%. Las expectativas privadas de crecimiento doméstico se han tendido a ajustar a la baja, mientras que continuamos enfrentando un escenario externo extraordinariamente incierto.

El aumento de la inflación se debió fundamentalmente al aumento de los precios internacionales de alimentos y combustibles, agravado por problemas climáticos que aumentaron el precio de los alimentos perecibles. Tomamos en cuenta que buena parte de estos fenómenos está fuera del control de la política monetaria. Más precisamente, reconocemos que aunque los cambios en precios relativos deben materializarse, nuestra responsabilidad es que ello no acarree consecuencias inflacionarias más persistentes. Por eso el Banco Central ha definido un horizonte de dos años para que la inflación vuelva a la meta. Esto se hace en primer lugar porque la política monetaria actúa con rezagos, en segundo lugar porque se permite que los *shocks* inflacionarios transitorios se deshagan sin necesidad de endurecer la política monetaria, y en tercer lugar porque se reconocen los costos en términos de actividad de mantener la inflación estable. Es por este último aspecto que es equívoco decir que por tener metas de inflación la única variable que analizamos al tomar decisiones es la inflación actual, puesto que en nuestro esquema todos los antecedentes entran en la evaluación de las dinámicas inflacionarias a futuro.

De esta forma, un esquema de compromiso inflacionario creíble permite no sólo tener estabilidad de precios sino que también estabiliza el ciclo económico, reduciendo los costos sociales de los ajustes. Es por ello que ceder en la inflación, comprometiendo la credibilidad que ha costado muchos años construir, puede tener algunos beneficios de corto plazo pero un considerable costo futuro en términos de actividad y estabilidad

* Presentado a la *Chilean-American Chamber of Commerce*, Washington D.C., 14 de abril, 2008.

macroeconómica. Sería entonces una irresponsabilidad comprometer la estabilidad para capear presiones de corto plazo. Pero al mismo tiempo debemos usar nuestros instrumentos con la flexibilidad que se requiere a la hora de abordar escenarios altamente complejos. Y es eso lo que estamos haciendo.

Estamos conscientes que varios de estos argumentos los hemos mencionado antes. Sin embargo, consideramos que debemos esforzarnos por transmitir claramente nuestros puntos, reiterando nuestra misión y objetivos, de forma de que no sean malinterpretados o malentendidos.

Desde julio del año pasado, hasta enero de este año, la tasa de política monetaria ha aumentado desde 5% a 6,25% para evitar que los persistentes aumentos de precios de alimentos y combustibles no generen dinámicas indeseadas que puedan provocar un desanclaje de expectativas y una persistencia de inflaciones fuera de la meta más allá del horizonte de política. Para tomar estas decisiones se mira un conjunto de indicadores, todos los cuales afectan la inflación. Es así como se ha incorporado el hecho que las perspectivas de actividad se han debilitado en los últimos meses y el tipo de cambio se ha apreciado. Todo ello debería generar menores tensiones inflacionarias futuras, quitando presión a la política monetaria. Dicho de otra forma, de no haberse debilitado la actividad ni apreciado el tipo de cambio, la tasa de interés hoy día debería ser más elevada.

Las noticias recientes en materia de inflación, aunque con registros aún elevados, sugieren que la propagación inflacionaria no está siendo inusual o excesiva, y son coherentes con la convergencia de la inflación a 3% dentro del horizonte de políticas. Esto ha permitido quitar el sesgo sobre la tasa de interés, el que hasta el mes pasado era positivo. Es decir, con la información disponible a principios de marzo pasado, se estimaba que en el escenario más probable el siguiente movimiento sería al alza. El mercado ya había anticipado que la intensidad del sesgo en marzo se había reducido respecto de la reunión previa. Con la última información disponible, nuestra evaluación es que es igualmente probable que en el futuro la tasa aumente o disminuya. En este contexto es relevante destacar que las recientes decisiones del Consejo del Banco no descartan aumentos futuros de la tasa de política, pero es igualmente probable que puedan ocurrir reducciones.

Los elementos que podrían incidir en decisiones al alza de la tasa de política monetaria se vinculan con acciones preventivas frente a nuevos embates de mayores precios internacionales de los alimentos, los que siguen mostrando una muy significativa volatilidad. Por otra parte, la enorme incertidumbre respecto de la evolución de las condiciones externas tiene un sesgo bastante fuerte hacia escenarios de crecimiento futuro más debilitado, los que de materializarse le quitarían fuerza a la tendencia subyacente de la inflación.

Mención especial debe hacerse de la evolución del tipo de cambio, la cual sugiere también presiones desinflacionarias relativamente importantes. El peso, al igual que la gran mayoría de las monedas del mundo, se ha apreciado respecto del dólar

norteamericano. La sostenibilidad del significativo déficit en cuenta corriente de los EE.UU., unido a la agresiva reducción de la tasa de interés aplicada por la Fed en meses recientes, han debilitado el dólar y fortalecido las monedas del resto del mundo. Asimismo, otro factor importante en Chile ha sido el aumento del precio del cobre a niveles que constituyen récords históricos. Con todo, la evidencia muestra que en Chile esta apreciación ha sido mitigada en parte por la operación de la política fiscal, que ahorra en el exterior el componente transitorio de estos mayores incrementos asociados al elevado precio del cobre. Asimismo, una política de tipo de cambio flexible que no alienta la toma de posiciones especulativas, en el marco de un esquema de metas de inflación, mitiga también las desviaciones sostenidas del tipo de cambio.

Aún así, la apreciación del peso ha sido severa e inesperada. De hecho, de acuerdo a diversas estimaciones, su nivel está hoy día por debajo de lo que se estima son sus niveles de largo plazo, es decir, una vez que sus determinantes fundamentales como, por ejemplo, el precio del cobre, vuelvan a valores más coherentes su equilibrio de largo plazo. Aunque es posible encontrar razones que expliquen su evolución, como la ampliación del diferencial de tasas de interés, el Consejo del Banco Central no ha descartado la posibilidad que el valor del peso haya sufrido una sobre-reacción. Tampoco se puede descartar que en el actual escenario internacional se produzca una corrección brusca de los precios de *commodities*, con complejas consecuencias sobre la inflación y el normal desenvolvimiento de la economía chilena.

Dadas las actuales incertidumbres externas y el bajo precio de la divisa, el Consejo ha estimado prudente iniciar un programa de aumento de nuestra liquidez internacional que permita amortiguar potenciales escenarios externos adversos o situaciones de disrupción del crédito en los mercados internacionales. Este programa contempla un aumento del orden de 50% del stock actual de reservas internacionales netas en un plazo de ocho meses.

La forma de intervención en el mercado cambiario sigue el compromiso adoptado por el Banco Central cuando se inició la flotación en 1999 y es la forma más coherente de intervenir en el contexto del esquema de metas de inflación con tipo de cambio flexible. Esta no es muy distinta de la modalidad adoptada cuando desacumulamos reservas en los años 2001 y 2002. Es decir, es una medida excepcional que se realiza anunciado un plazo, un monto total para la intervención, y como se programa esta en el tiempo. De esta forma hay un compromiso explícito de no pretender fijar un valor, o rango, para el tipo de cambio, reduciendo así el espacio para la especulación. Hemos visto en muchas experiencias que cuando las intervenciones persiguen valores específicos, o la autoridad intenta sorprender sistemáticamente al mercado, así como tener objetivos incompatibles entre sí, se incentivan masivas entradas de capitales a especular, presionando más al fortalecimiento de la moneda. Estas entradas de capitales a su vez son combatidas con controles de capital, entrando en un círculo vicioso de controles, intervención y especulación. En nuestro esquema el tipo de cambio lo sigue determinando el mercado, con una nueva, y masiva, fuente de demanda por parte del Banco Central.

Estamos concientes que esta es una decisión excepcional, determinada por los inusuales grados de incertidumbre externa. También somos concientes de la importancia de que la política cambiaria se conduzca de forma congruente con la política monetaria. Por un lado, es nuestra norma compensar todo efecto monetario de la acumulación de reservas de forma de no afectar la implementación de la política monetaria. Por otro lado, sabemos de las consecuencias especulativas que ocurren cuando la política monetaria y el manejo de reservas chocan entre sí. Acumular reservas en un momento en el cual se prevé un importante aumento de las tasas de interés es incoherente e inefectivo. Los inversionistas de riesgo pueden obtener enormes ganancias cuando las autoridades se comprometen con objetivos que son inconsistentes entre sí. Hemos sido testigos en muchas experiencias en economías emergentes que intentan controlar el tipo de cambio en conjunto con políticas monetarias crecientemente restrictivas. En Chile no nos hemos apresurado en tomar decisiones excepcionales, ni tampoco hemos incorporado un objetivo cambiario en nuestra política, lo que se manifiesta en el uso de una regla simple de acumulación.

También hemos esperado a tener cierta tranquilidad en materia inflacionaria. Los riesgos no han desaparecido, y desafortunadamente la coyuntura de las semanas anteriores nos limitaba las posibilidades de seguir esperando para la resolución de estas incertidumbres. No obstante, en la reciente evolución del entorno macroeconómico han aparecido elementos que podrían presionar a la baja de la inflación. Eso nos ha permitido quitar el sesgo y mantener la tasa de política monetaria en nuestra última reunión.

Chile nunca ha estado mejor preparado para enfrentar una crisis internacional, pero no podemos ser complacientes. La decisión tomada la semana pasada, de acumular en los próximos 8 meses un total de 8 mil millones de dólares en reservas para fortalecer la posición de liquidez internacional de la economía chilena es una inversión en estabilidad.

Es deseable, además de poco probable, que no sucedan eventos muy graves, pero queremos minimizar su potencial impacto en caso de que ellos ocurran.

La inflación es aún alta, pero nuestra conclusión de la reunión de ayer fue que la mantención de la tasa y la eliminación del sesgo era la decisión adecuada para la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte de políticas. Esto provee un marco de coherencia entre la PM y la acumulación de reservas, además que es un momento adecuado para intervenir en el mercado cambiario pues el tipo de cambio está por debajo de lo que estimamos debería ubicarse en el largo plazo.

Dado nuestro irrenunciable compromiso con la estabilidad de precios, lo que estamos señalando con esta medida es que nuestro esquema de metas de inflación y la actual instancia de política monetaria puede acomodar una depreciación del peso, algo que hace un par de meses atrás no podríamos haber asegurado.

En todo caso, el valor del dólar lo seguirá fijando el mercado y la política monetaria seguirá siendo usada con flexibilidad para asegurar el cumplimiento de nuestra meta de inflación.