

El tipo de cambio y la política monetaria en la coyuntura actual¹

Pablo García Silva

Consejero - Banco Central de Chile

Quiero agradecer a Bloomberg por la oportunidad de compartir mi visión sobre temas cambiarios y de política monetaria. No quiero aquí generar una discusión sobre las razones por las que la TPM está donde está, o la explicación de nuestras proyecciones. Estos asuntos ya son cubiertos de manera exhaustiva en nuestros Informes, comunicados y minutas. Más bien, quiero hacer algunas reflexiones generales sobre la conducción de la política monetaria en la coyuntura actual, en particular dadas algunas características peculiares del entorno por el que transitan las economías avanzadas. Específicamente, la prevalencia del escenario de *política monetaria ultraexpansiva*, con tasas de interés negativas y expansión cuantitativa del balance de varios bancos centrales, junto con perspectivas de *estancamiento secular* en el mundo avanzado.

Antes de empezar, creo que es importante recalcar que los movimientos del tipo de cambio no ocurren en un vacío, sino en un entorno global interconectado. Por ello es importante recordar el rol de la política monetaria y del tipo de cambio en el ajuste monetario internacional. La visión estándar de cómo se produce este ajuste monetario provee una buena abstracción y descripción de lo ocurrido en Chile desde el 2010 en adelante, en la medida en que se complementa con ingredientes adecuados a cada coyuntura. Mencionaré algunos de esos ingredientes en lo que ha sido nuestra política monetaria entre 2010 y 2016. Luego, presentaré algunas reflexiones sobre el impacto que puede estar teniendo la coyuntura actual externa, para concluir con las implicancias para la política monetaria en Chile.

La visión estándar del ajuste monetario internacional

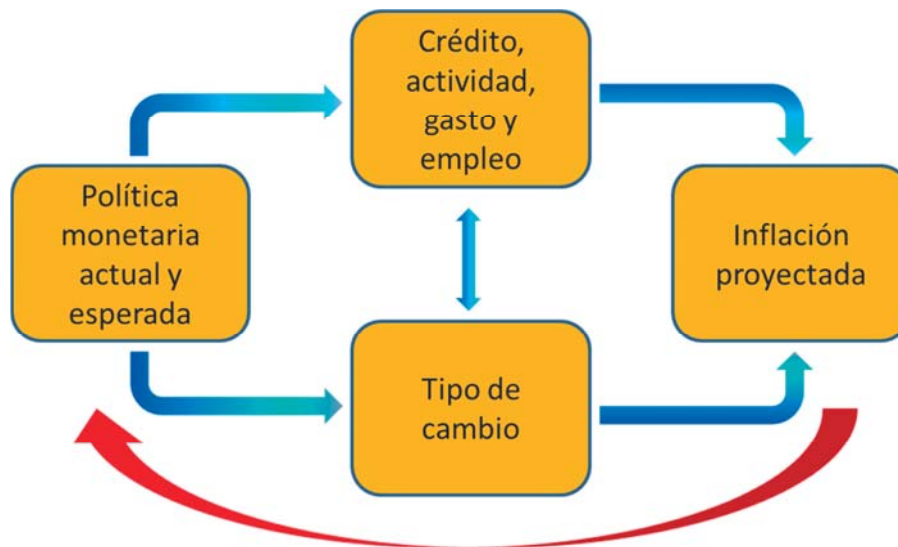
Un punto de partida útil es una versión simplificada del mecanismo de transmisión de la política monetaria.² Lo habitual es considerar que la política monetaria (actual y esperada) tiene dos principales canales a través de los cuales afecta la inflación proyectada: el canal

¹ Presentación en Conferencia Bloomberg FX16, 29 de septiembre 2016.

² Una versión más detallada de los mecanismos de transmisión se puede encontrar en el Recuadro 5 de *La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación*, Banco Central de Chile (2007).

crediticio y de gasto, y el canal cambiario. Una expansión monetaria aumenta la inflación a través de ambos canales, pues facilita la generación de crédito, incentiva adelantar decisiones de consumo e inversión, y deprecia el valor de la moneda. El diagrama que sigue muestra esta transmisión.

Gráfico 1 – Mecanismos de transmisión de la política monetaria



Supongamos ahora que en una economía globalizada el ciclo económico en el mundo avanzado (por ejemplo EE.UU.) evoluciona de acuerdo a procesos intrínsecos a dichas economías, como sus dinámicas fiscales, el desapalancamiento luego de crisis financieras, o *booms* crediticios. La política monetaria en dichas economías consiste en alterar su tasa de interés, lo que modifica las condiciones crediticias y también el valor de la moneda (el dólar). ¿Cómo se transmite esto al resto del mundo? Tomemos como ejemplo un relajamiento monetario en EE.UU. para enfrentar una economía debilitada. Ello incentiva el crédito y la toma de riesgo, además de depreciar el dólar en el mundo y aumentar los precios de productos básicos.

Lo anterior implicará que las contrapartes de EE.UU. (digamos el mundo emergente), ven sus monedas fortalecerse, reciben influjos de capitales, y se pueden ver sujetas a los efectos de la expansión monetaria de EE.UU. Debido a que las dinámicas internas en el mundo emergente no tienen por qué ser las mismas que en EE.UU., cabe esperar que lo que ocurra allí sea una política monetaria más estricta, de manera de evitar problemas inflacionarios. Dicha política más contractiva es a su vez congruente con la apreciación de sus monedas, y evita que la entrada de capitales tome una trayectoria divergente.

En la medida en que la política monetaria laxa en EE.UU. logra revitalizar el crecimiento y aumentar la inflación esperada, se observan alzas de tasas de interés, lo que fortalece el dólar en el mundo y el proceso anterior opera en reversa: al fortalecerse EE.UU., las economías emergentes enfrentan presiones depreciatorias y salidas de capitales, lo que las hace entrar en un ciclo de debilitamiento cíclico que se enfrenta con una política monetaria más laxa. Así, en la medida en que exista flexibilidad cambiaria, se producirá algún grado de autonomía en la conducción de la política monetaria entre zonas económicas.

El período 2010-2016 en Chile provee un excelente caso de estudio de este modelo estándar de ajuste macroeconómico internacional. Durante un primer período, 2010-2013, se produjo una divergencia significativa entre las condiciones macroeconómicas y financieras de Chile y del mundo avanzado. Mientras este último continuaba digiriendo los efectos negativos de la crisis financiera, la robustez financiera de la economía chilena, junto con el elevado precio del cobre, permitió que las políticas macroeconómicas también se normalizaran de manera relativamente rápida. El caso de la política monetaria es particularmente nítido: la TPM se incrementó desde 0,5% a mediados del 2010 hasta 5,25% hacia fines del 2011. La rápida expansión de la actividad, el gasto y el crédito podría haber generado riesgos inflacionarios significativos, pero el aumento de la TPM permitió mantener las expectativas alineadas con la meta.

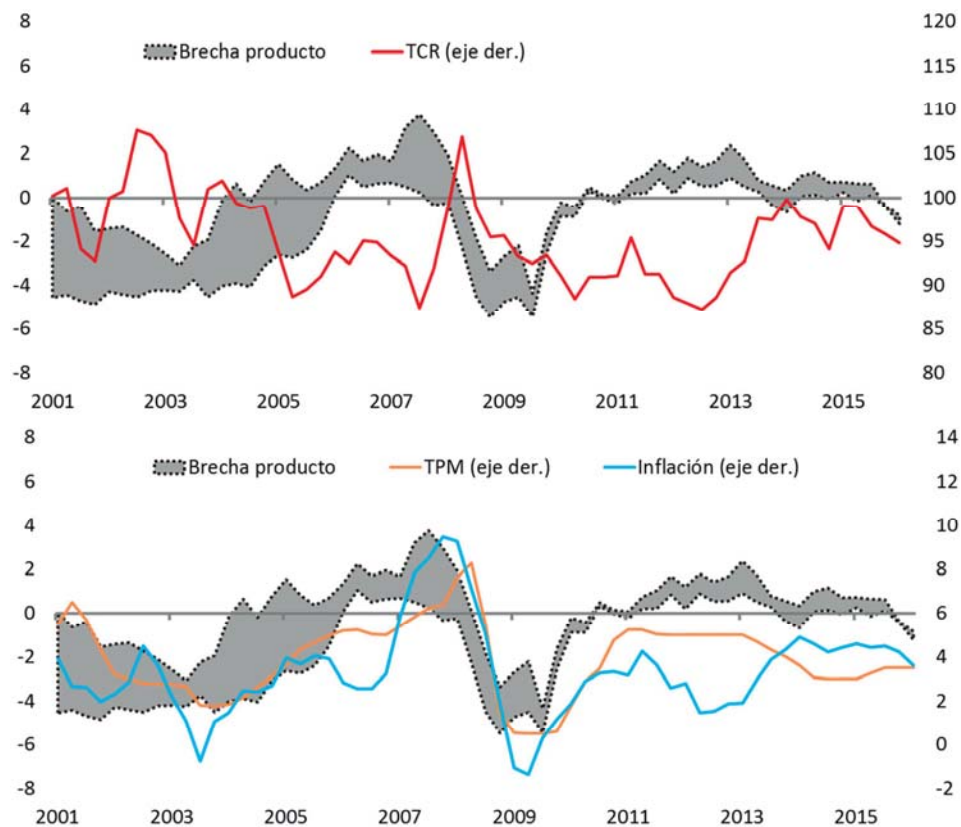
La manera en que esta expansión del gasto se canalizó para no generar presiones en los precios locales fue vía una ampliación del déficit en cuenta corriente, y una apreciación coherente del peso en términos reales. Así, las presiones de costos por el lado de una brecha de capacidad menor se veían compensadas por una moneda más dura, y el significativo vigor de la demanda interna se desplazó hacia los componentes importados del gasto. De hecho, la inflación se ubicó por debajo del centro del rango meta por varios trimestres.

El cambio de dirección en este proceso comenzó durante el primer semestre del año 2013, cuando la Reserva Federal anunció que se venía el inicio del retiro del estímulo monetario, y por tanto el tránsito hacia una política monetaria menos expansiva en el mundo avanzado. Ello generó un significativo ruido financiero, y marcó el inicio de la caída de los precios de los productos básicos, en particular el cobre.

Esta transición fue en cierta forma el espejo del período anterior. El peso experimentó una depreciación relevante en términos tanto nominales como reales y en su persistencia; el déficit en cuenta corriente tuvo una reducción muy significativa, y la economía se desaceleró. La inflación aumentó y se mantuvo por encima de la meta del Banco Central hasta hace muy poco. En este último período, la TPM tuvo una reducción significativa de

200pb, parcialmente revertida para mantener la inflación proyectada en 3%, lo que fue acorde con la naturaleza del ajuste macroeconómico que vivimos.

Gráfico 2 – Ciclo macroeconómico en Chile, 2001-2016



Fuente: Banco Central de Chile.

Cifras al tercer trimestre del 2016 proyectadas con EEE e información de mercado.

Algunos elementos específicos

Por supuesto, en Chile experimentamos también algunos elementos específicos. Por ejemplo, el significativo incremento de la inversión en minería durante 2010 a 2013 y la reconstrucción posterior al 27-F exacerbó la expansividad del ciclo global. Entre 2013 y 2015 ocurrió la fuerte reversión del ciclo de inversión minera, así como un ambiente de desánimo y pesimismo en hogares y empresas, los que han mantenido contenida la demanda agregada por inversión. Esto ha también llevado a moderar la estimación de crecimiento tendencial para Chile, desde cifras del orden de 5% hasta cerca de 3%.

Todos estos elementos específicos ayudan a explicar la calibración fina de la política monetaria, y han sido parte del diverso y fructífero debate sobre la coyuntura en el que participan analistas, agentes de mercados y el mismo Banco Central a través de sus comunicaciones. Sin embargo, estimo que no detraen de la validez del modelo estándar antes descrito para entender las grandes líneas de la conducción de la política monetaria, el ciclo económico y las fluctuaciones cambiarias entre 2010 y 2015. Como se aprecia en el Gráfico 2, los períodos de brecha de producto positiva han tendido a coincidir con un peso apreciado en términos reales, inflación relativamente baja y política monetaria más apretada. Lo contrario se ve en períodos de brecha de producto negativa.

La coyuntura actual

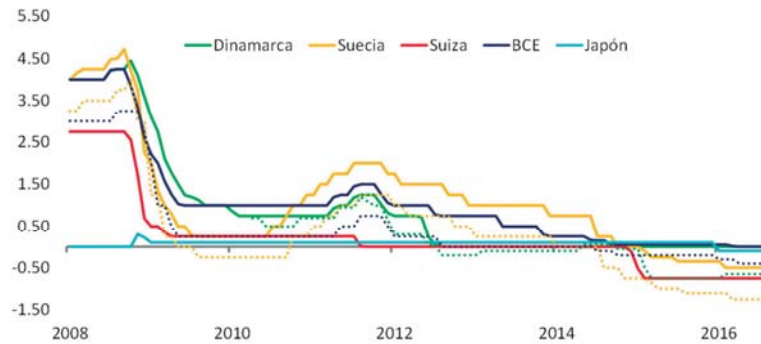
La coyuntura actual tiene algunas características que hacen más difícil la aplicación directa de esta visión del ajuste monetario internacional. No creo que esto se deba a que el modelo está fallando, sino que nos pone el desafío de reflexionar respecto a cuáles son los elementos novedosos que debemos incorporar y cuáles sus implicancias para la conducción de la política monetaria en Chile.

Como lo mencioné al principio, quiero destacar dos ingredientes del panorama global que hacen más compleja la relación entre fluctuaciones cambiarias y política monetaria en economías como la chilena.

El primero es la prevalencia de políticas monetarias ultraexpansivas en el mundo desarrollado. Puede ser curioso plantear esto como un tema nuevo, dado que ya lo vivimos en el período 2010-2013. Pero hoy esta coyuntura es cualitativa y cuantitativamente distinta. No sólo las tasas de política monetaria han perforado su límite inferior teórico de 0%, (en la Eurozona, Suecia, Suiza y Dinamarca), sino que se han agregado expansiones cuantitativas enormes a la política de tasas de interés de corto plazo. Ello ha llevado a que los retornos de mercado de bonos soberanos en varias economías avanzadas estén también por debajo de 0% anual a plazos bastante largos.

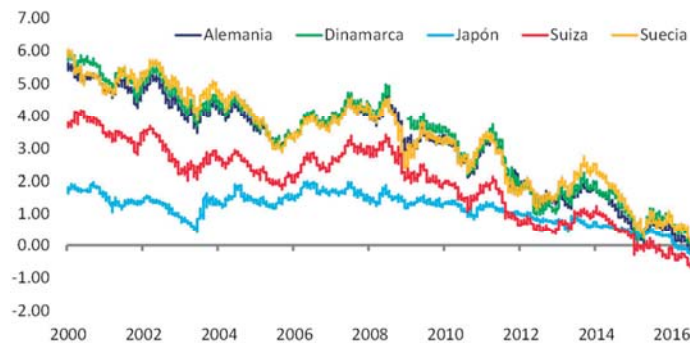
Gráfico 3 - Política monetaria en Europa y Japón

Tasas de interés de corto plazo



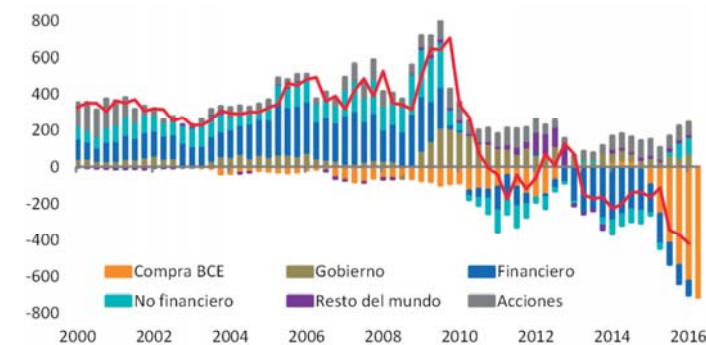
(*) Línea continua corresponde a las tasas de política monetaria; líneas punteadas indican tasas de depósito *overnight*.

Tasas de interés de largo plazo



Fuente: Bloomberg.

Oferta neta de valores en la Eurozona



(*) Incluye las compras del programa de QE del BCE y "Longer-term refinancing operations" (LTROs). Suma móvil de 4 trimestres.

Fuente: Citi Research.

La transmisión de este tipo de expansión monetaria difiere significativamente del que se experimentó en períodos recientes, como en 2010-2013. Debido a razones de organización de mercado y regulatorias, la política de tasas de interés de corto plazo negativas no se ha trasladado a tasas de depósito igualmente negativas para los clientes minoristas de la banca en esas economías. Además, como los bancos centrales han utilizado también la expansión cuantitativa en todo tipo de activos, las tasas de interés de mercado y las primas por riesgo crediticio se han comprimido. Así, el habitual efecto positivo de una política monetaria expansiva sobre el margen de intereses de la banca no se ha materializado con la misma fuerza en la coyuntura actual, o incluso puede estar operando en reversa.³

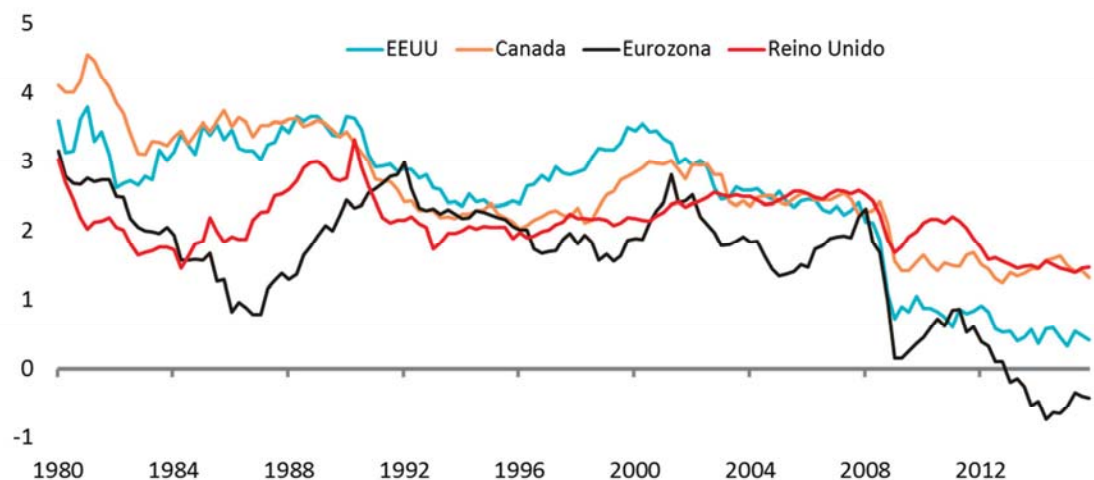
Por el contrario, el efecto de esta política monetaria vía el canal cambiario opera sin impedimentos, o incluso con mayor fuerza, gracias a las características del proceso de expansión cuantitativa de los balances de los bancos centrales. Estas evitan empujamientos en la curva de rendimiento que acotarían en algo el efecto de transmisión cambiaria. Incluso en algunos casos ello se ha materializado con intervenciones cambiarias de magnitud muy importante.

Creo que este tipo de fenómeno es el que está detrás de lo que hemos visto a lo largo del último año: políticas monetarias más expansivas en el mundo avanzado, apreciación cambiaria y flujos de capital hacia el mundo emergente, pero una muy leve reacción del crédito, el gasto y la actividad económica. La estabilización de los precios de productos básicos es también un reflejo de lo anterior.

El segundo ingrediente que hace más difícil extrapolar el funcionamiento del modelo de ajuste macroeconómico estándar a la coyuntura actual es lo que se ha denominado el proceso de *estancamiento secular* en las economías avanzadas. Varias razones podrían explicar este fenómeno, pero para efectos de la economía chilena, lo central es un contexto global donde la inversión, tanto pública como privada, se mantiene contenida, y donde el ahorro de hogares, empresas y gobierno se mantiene elevado. Esto implica que las tasas de interés reales son bajas y el crecimiento tendencial del mundo avanzado sigue deprimido. Estudios recientes muestran que efectivamente el nivel de la tasa de interés real neutral en el mundo ha caído sistemáticamente, e incluso puede sugerir tasas reales neutrales de política monetaria negativas.

³ M. Brunnermeier y Y. Koby (2016), "The Reversal Interest Rate: The Effective Lower Bound of Monetary Policy".

Gráfico 4 – Tasa de interés real neutral en economías avanzadas



Fuente: K. Holston, T. Laubach y J.C Williams (2016), "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants", FRBSF WP 2016-11.

El proceso de estancamiento secular en el mundo avanzado está relacionado con la necesidad de una política monetaria ultraexpansiva. De hecho, es difícil pensar que esta última podría implementarse sin el contexto de extraordinariamente reducidas tasas de interés de largo plazo. Las implicancias para economías emergentes como Chile son en todo caso visibles: crecimiento lento, flujos de capitales y apreciación cambiaria, sin un correlato de mayor impulso externo para el crecimiento del gasto y el producto.

Siendo Chile una economía pequeña y abierta, lo anterior indudablemente nos impacta. El equilibrio con tasas de interés reales de largo plazo reducidas se traslada hacia nuestros propios mercados financieros, que están bastante arbitrados. Esto puede llevar a que la estabilización de la inflación requiera también una menor tasa de interés neutral en Chile.⁴ El débil crecimiento de la inversión en el mundo también afecta negativamente la acumulación de capital y el crecimiento del país. En la medida en que el equilibrio entre ahorro e inversión en el mundo avanzado tienda a generar déficits de cuenta corriente más reducidos, o superávits mayores, en las economías emergentes la presión irá en la dirección opuesta, incentivando influjos de capitales y apreciación cambiaria. Esto se ve exacerbado también por la implementación de políticas monetarias muy expansivas en el mundo avanzado.

⁴ L.O. Herrera y R. Caputo (2013), "Efficient CPI-based Taylor Rules in Small Open Economies", DTBC BCCh 694.

Implicancias para la política monetaria en Chile

Los argumentos delineados son, en el análisis del Banco Central, todavía un escenario alternativo, y está presente dentro del balance de riesgos en nuestro Informe de Política Monetaria. ¿Cuáles pueden ser las consecuencias para nuestra política monetaria? Varios aspectos se pueden destacar.

En primer lugar, un elemento clave para el funcionamiento de nuestro marco de política monetaria con metas de inflación es el régimen de flexibilidad cambiaria. Un tipo de cambio determinado libremente es el ingrediente principal para poder mantener la autonomía de la política monetaria, encargada de lograr la meta de inflación. Ahora bien, en este marco de análisis, un proceso sostenido de apreciación cambiaria, sin que tenga como correlato un mayor vigor en el crecimiento del gasto y el producto debido a los argumentos entregados anteriormente, llevaría a una tendencia desinflacionaria más rápida que la contemplada en nuestro escenario base y, eventualmente, a que la inflación proyectada se ubique por debajo de la meta en el horizonte habitual de política. Esto requeriría imprimir un tono más expansivo a la política monetaria. No porque tengamos una preocupación cambiaria o por el crecimiento de corto plazo, por muy legítimos que ellos puedan ser, sino simplemente porque en este escenario alternativo la tendencia de la inflación sería a ubicarse por debajo de la meta.

En segundo lugar, la persistencia de tasas de interés reales reducidas en el mundo puede llevar también a una estructura de tasas reales naturales para Chile más bajas, es decir, una tasa neutral de política monetaria menor. Esto significa que, para efectos de calibrar el impulso monetario correcto, puede ser necesario recalibrar cuál es el nivel normal de tasas de interés para Chile. En el escenario base del reciente IPoM esto se incorpora.⁵ Un escenario de riesgo es que el fenómeno sea bastante más agudo y persistente.

Finalmente, la prevalencia de un escenario de riesgo de bajo crecimiento, presiones desinflacionarias y apreciación cambiaria podría generar un dilema de política relevante en el caso de que el instrumental monetario estuviera llegando a su límite. Eso es, por supuesto, lo que se ve en diversas economías avanzadas, incluso financieramente estables. Por ahora, este no es el caso de Chile. Debido a la elevada inflación que hemos vivido, y que también se aprecia en otras economías de Latinoamérica, es bastante lejana la posibilidad de que enfrentemos circunstancias de deflación. Por lo mismo, el nivel de tasas de interés de política monetaria está también lejano de los límites teóricos que se pueden pensar. La política monetaria en Chile tiene, por tanto, el espacio suficiente para

⁵ L. Ceballos, J. Fornero y A. Gatty (2016), “Estimación de la tasa de interés real neutral en Chile”, minuta citada en IPoM Septiembre 2016 BCCh.

poder actuar si es necesario, de manera de asegurar que la inflación proyectada se mantenga en 3%.

Muchas gracias.



El tipo de cambio y la política monetaria en la coyuntura actual

Pablo García Silva

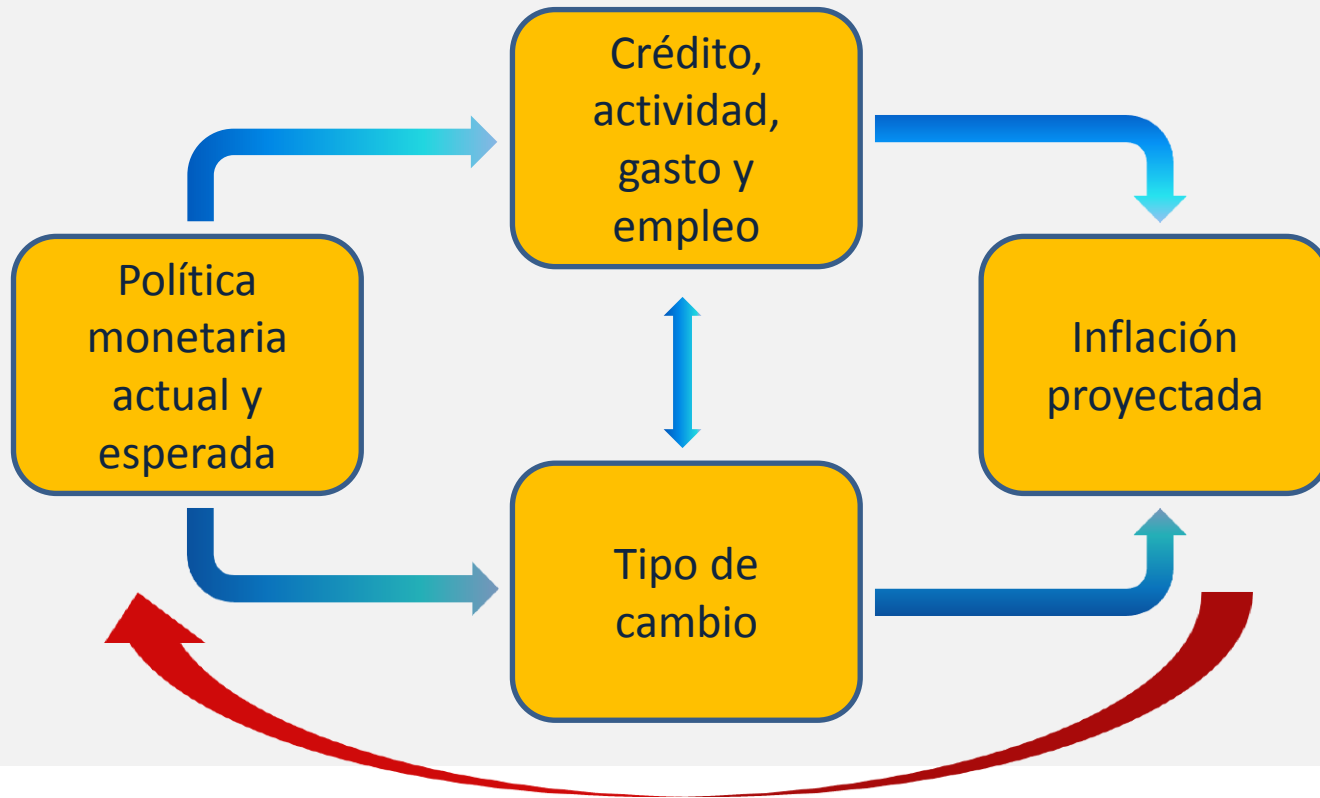
Consejero

Septiembre 2016

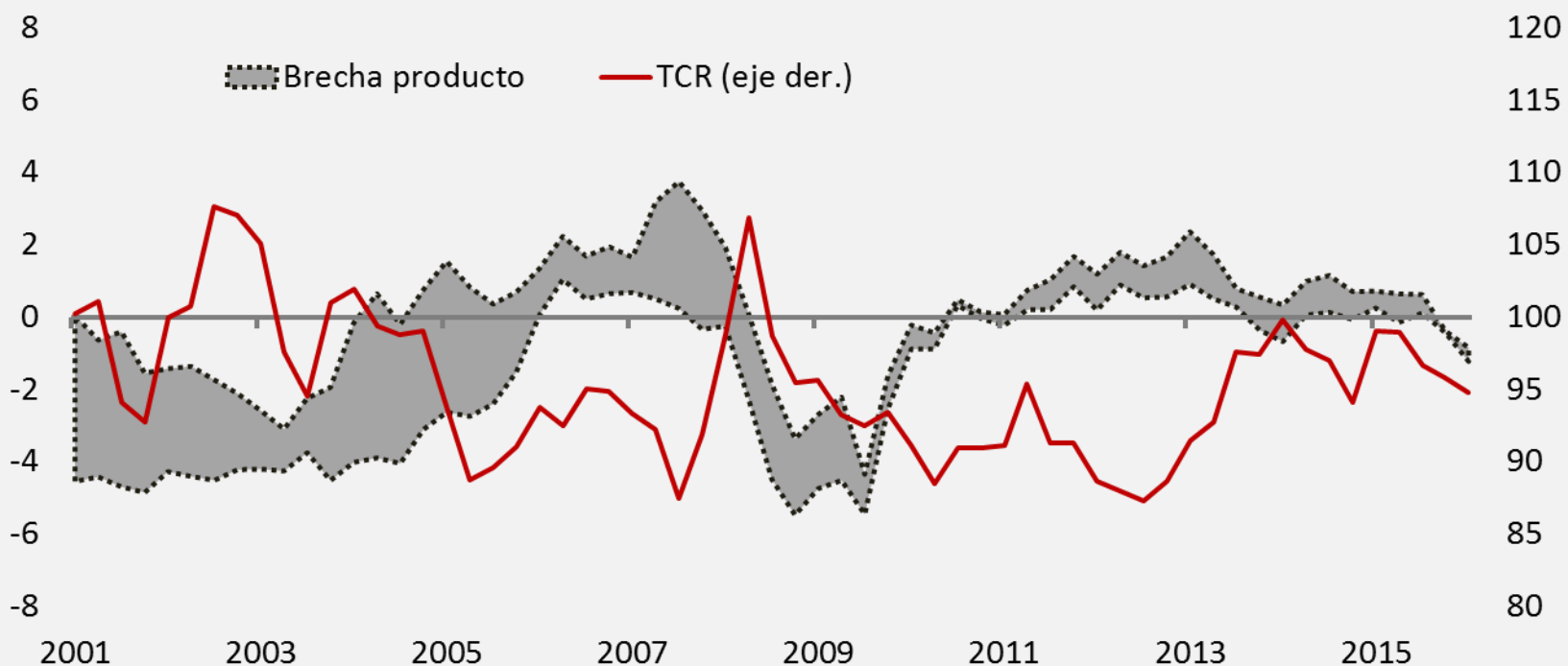


Banco Central de Chile, Septiembre 2016

Los Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria

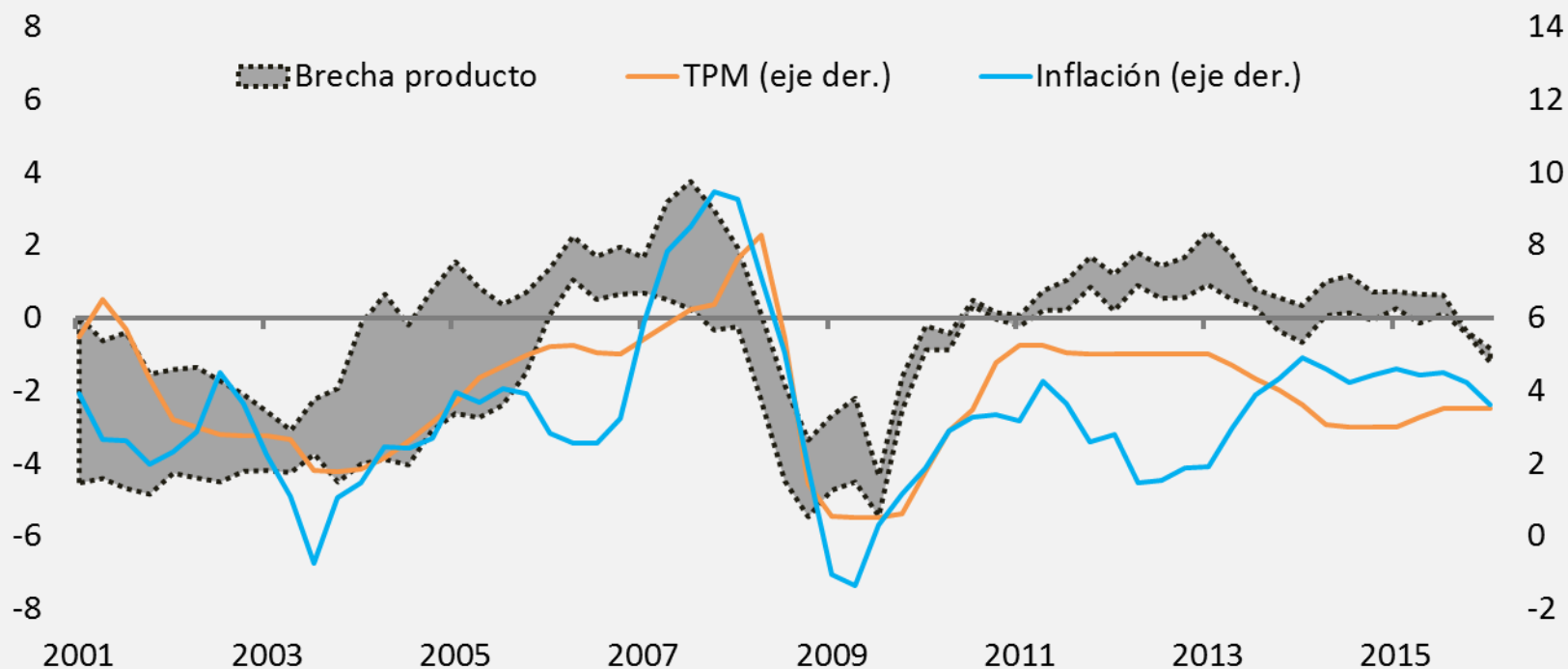


Brecha de actividad y tipo de cambio real (porcentaje)

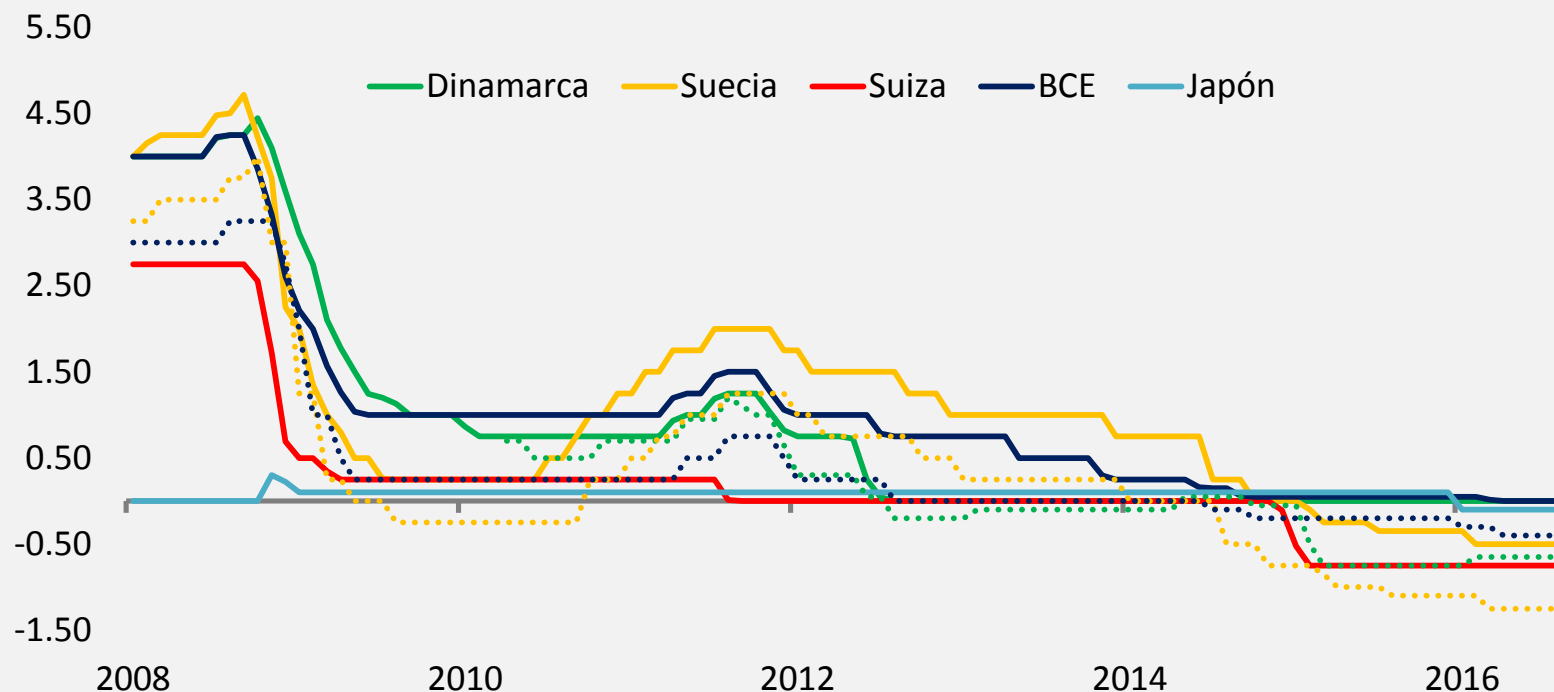


Brecha de actividad, TPM e Inflación

(variación anual, porcentaje)



TPM y otras tasas de interés (*) (porcentaje)

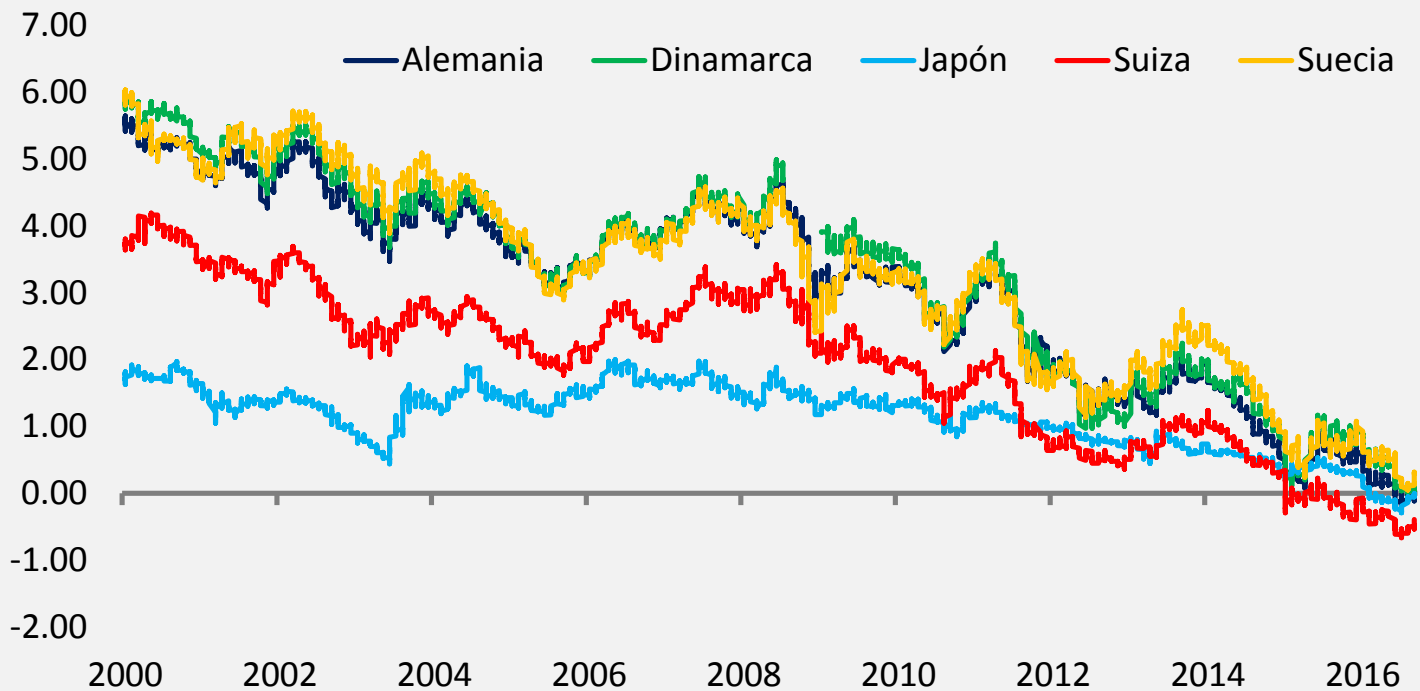


(*) Línea continua corresponde a las tasas de política monetaria, mientras que las líneas punteadas indican tasas de depósito *overnight*.

Fuente: Bloomberg.

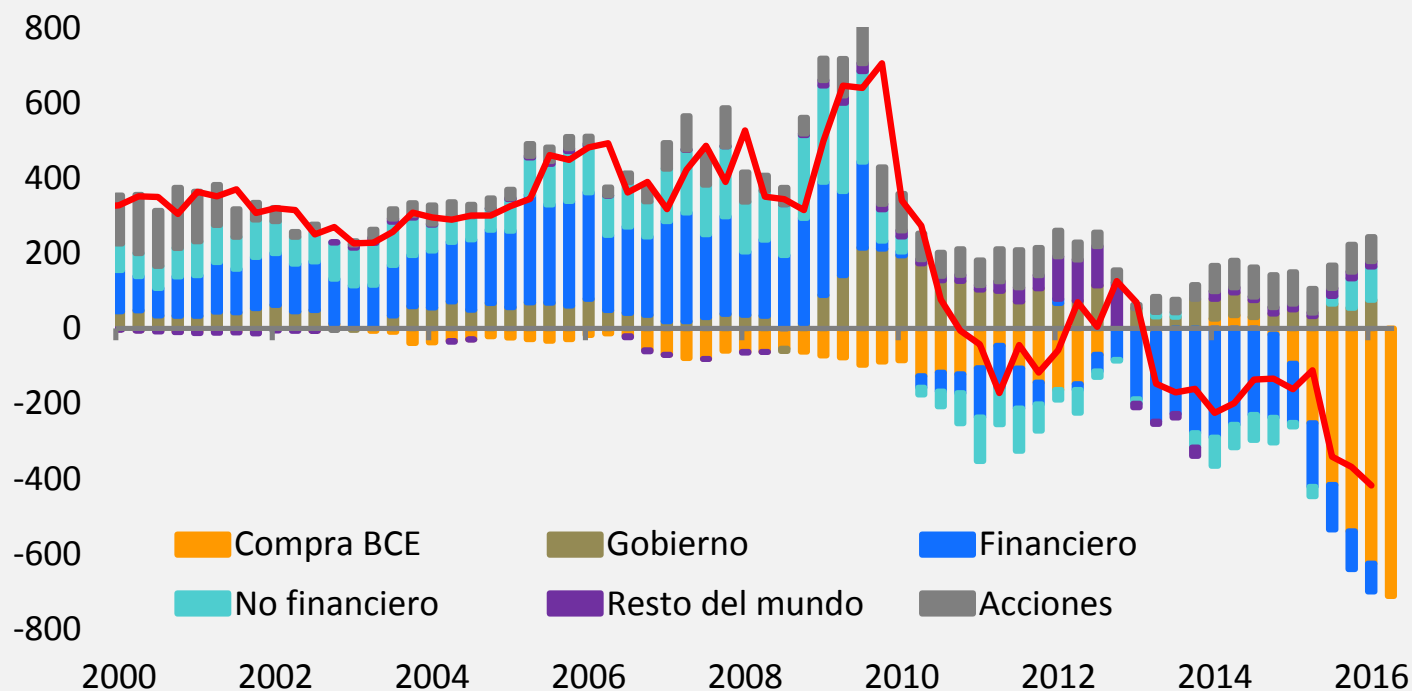


Tasas de largo plazo (porcentaje)



Oferta neta de valores en la Eurozona

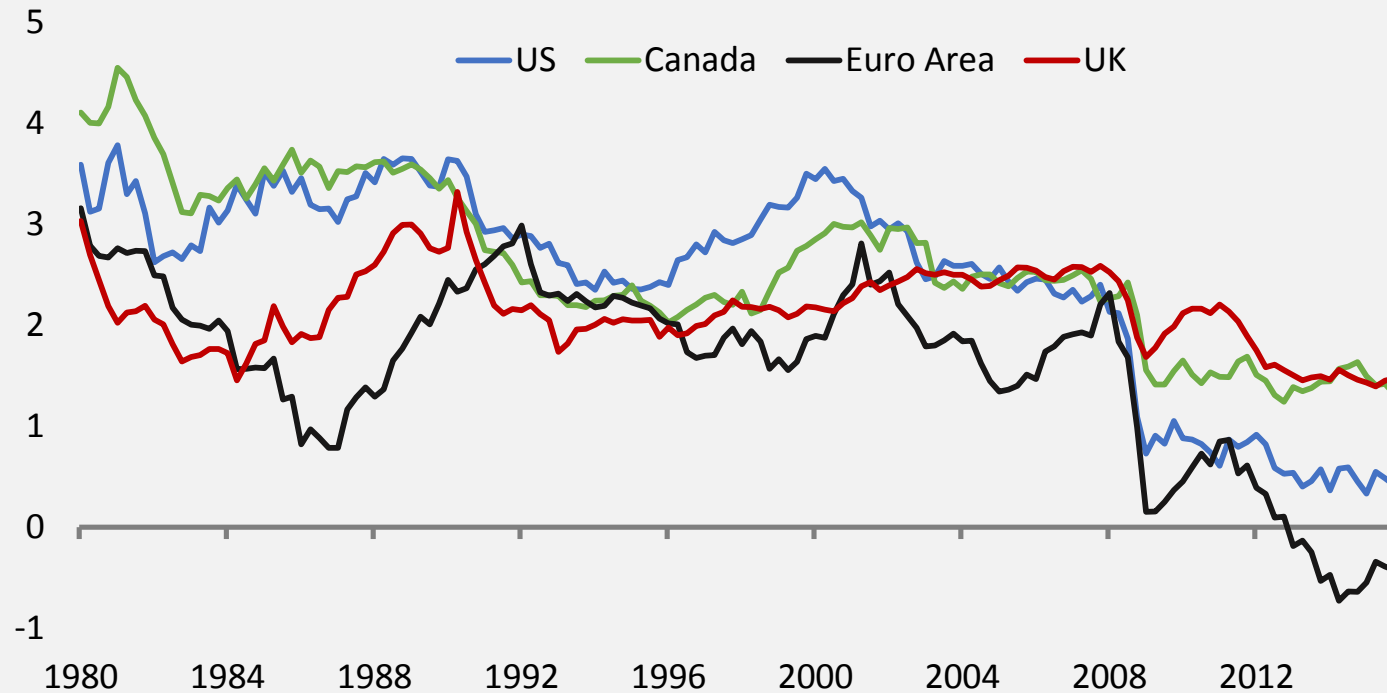
(billones de euros)(*)



(*) Además incluye las compras del QE BCE y "Longer-Term refinancing operations" (LTROs). Suma móvil de 4 trimestres.
Fuente: Citi Research.



TPM neutral (porcentaje)



Fuente: Holston, Laubach y Williams (2016) "Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants", FRBSF WP 2016-11.





El tipo de cambio y la política monetaria en la coyuntura actual

Pablo García Silva

Consejero

Septiembre 2016



Banco Central de Chile, Septiembre 2016