

Crecimiento, Tipo de Cambio y la Política Monetaria en Chile¹

Sebastián Claro

Vicepresidente, Banco Central de Chile

- A 10 años de la crisis *sub-prime*, podemos decir que esta ha quedado atrás. Esta es una buena noticia. Las principales economías desarrolladas han dado muestras de una sostenida recuperación, la que ha sido acompañada de una gradual normalización de la política monetaria en Estados Unidos. La situación en Europa es diferente, pero las señales de recuperación también hacen prever que en los próximos trimestres comenzará un gradual retiro del inmenso estímulo monetario. La normalización de las condiciones macroeconómicas y financieras en las principales economías del mundo es una buena noticia para el mundo, y por cierto para Chile.
- La recuperación no ha sido fácil, y su fragilidad ha llevado naturalmente a los bancos centrales a ser bastante cautelosos en la normalización de tasas y del tamaño de sus balances. Dejar atrás un periodo histórico de alta liquidez es particularmente difícil, pero estas dificultades han estado alimentadas por dos consideraciones adicionales.
- Por una parte, las tasas de interés de largo plazo continúan muy bajas en el mundo, lo que en cierta medida es un puzle. Es posible que esto refleje un bajo nivel de tasas de interés neutrales, como consecuencia de un menor crecimiento de la productividad o envejecimiento de la población. Ello implica que la política monetaria, aunque expansiva, es menos expansiva de lo que podría deducirse en comparación a estándares históricos. A su vez, es posible que las tasas tan bajas reflejen distorsiones en la valoración de los activos causada por la hiper expansividad monetaria. Ello podría justificar una normalización algo más rápida. La Reserva Federal, y Yellen en particular, han debido equilibrar ambas hipótesis continuamente para calibrar la política monetaria.
- Un segundo aspecto de especial preocupación para la Reserva Federal es que la recuperación de la actividad y del empleo no han venido de la mano de una recuperación de la inflación, que continúa bastante baja. En simple, la creación de empleo dinámica y tasas de desempleo muy bajas aún no se han reflejado en presiones salariales mayores. En este aspecto, y reconociendo

¹ Presentación en el Seminario Fruittrade 2017 organizado por Fedefruta, en Santiago, Chile, el jueves 28 de septiembre de 2017. Agradezco la colaboración de Alberto Naudón y de Andrés Pérez en la preparación de esta presentación. Estas reflexiones no representan necesariamente el pensamiento del Banco Central de Chile ni de su consejo.

mucha incertidumbre, el actuar de la Reserva Federal ha estado anclado en las relaciones económicas que históricamente han gobernado la dinámica del mercado laboral y la inflación, más que poner tanto peso en la volatilidad de las cifras de corto plazo. En esto, la Reserva Federal está más inclinada a reconocer que un mercado laboral apretado finalmente se verá reflejado en presiones de salarios e inflación.²

- Con todo, la recuperación económica en las principales economías y una normalización muy gradual – y por lo tanto benigna – de las condiciones financieras ha mejorado el escenario externo relevante para las economías emergentes. Junto con datos positivos para la economía China, todo esto ha redundado en buenas condiciones externas, precios de materias primas más altos, entradas de capital, y apreciación de precios de activos.
- Así, tras varios años de bajo crecimiento, han comenzado a mejorar las perspectivas de un mayor dinamismo de la economía chilena. La recuperación ha sido esquiva, y trimestre tras trimestre se ha retrasado, ya sea por un ajuste mayor al anticipado en la inversión, por un ciclo de construcción de vivienda anómalo, por índices de confianza que han permanecido mucho tiempo en terreno negativo, y por algunos factores puntuales. Pero algunas señales de recuperación están presentes.
- El escenario actual es desafiante para la política monetaria en Chile. Un primer reto viene de reconocer que después de sucesivas postergaciones, todavía no se visualiza con claridad en los datos un mayor dinamismo de manera generalizada. En este sentido, todavía es temprano para dar por segura la recuperación, y a la economía le está costando tomar vuelo. Es por ello que la visión plasmada en el IPoM reconoce las mejores perspectivas hacia adelante pero es cautelosa sobre la velocidad de la recuperación. Respecto de lo anticipado desde mediados de este año, el escenario base para 2017 y 2018 no incorpora ningún cambio sustantivo en las proyecciones. Así, la política monetaria en el escenario base mantendrá un nivel de expansividad importante mientras la recuperación no se encuentre asentada.
- Los precios de algunos activos financieros parecen estar reflejando una visión optimista para el conjunto de países emergentes, y Chile no es la excepción. La trayectoria de la bolsa es una muestra de esto. En los últimos dos años, el principal índice accionario (IPSA) ha subido 41% en pesos, cifra no observada desde la recuperación después de la crisis financiera de 2009 o del alza de la bolsa a partir de mediados de 2003. (Ver figura 1.) En esos dos episodios, la actividad

² "... experience suggests that tightness in the labor market gradually and with the lag tends to push up wage and price inflation and that's also a risk...". Preliminary transcript of Chair Yellen's Press Conference, September 20, 2017.

económica mostró un repunte importante desde niveles deprimidos, cuando la tasa de desempleo era bastante alta y las holguras de capacidad también lo eran. Además la tasa de crecimiento potencial era mayor que en la actualidad, y la recuperación se dio en un contexto de fuertes aumentos en los precios de las materias primas. En la actualidad, el crecimiento potencial es bastante menor, las holguras de capacidad también son pequeñas desde una perspectiva histórica, y no se visualiza un nuevo *boom* de las materias primas. Ello explica la visión de recuperación bastante gradual en nuestro escenario base.

- Las mejores perspectivas externas para los emergentes y la normalización gradual de la política monetaria en las principales economías ha fortalecido las monedas de un conjunto de países. Chile no ha sido la excepción, como también se observa en la **figura 2**. Con vaivenes, el peso se ha fortalecido de manera importante, con una apreciación nominal de 10% desde la segunda parte del 2015 y cerca de 5% en términos reales en el último año. La trayectoria cambiaria, que también podría estar reflejando los mejores fundamentos de la economía chilena, ha determinado de manera muy importante la dinámica de la inflación en el último tiempo, la que se encuentra marginalmente bajo 2%.
- El segundo desafío para la política monetaria en la actualidad viene dado por este escenario en que se asientan algunas señales graduales de recuperación en un contexto de baja inflación - principalmente por la fortaleza del peso – y de política monetaria muy expansiva. En esta presentación quisiera profundizar sobre esto a la luz de la experiencia en Chile en los últimos 17 años de metas de inflación y tipo de cambio flexible.
- Quisiera partir una observación sobre el comportamiento coyuntural de la inflación (**Ver figura 3**). La trayectoria de inflación en los últimos meses ha estado marcada por la apreciación del peso, con una fuerte caída en la inflación de bienes. Por cierto que otros elementos también han contribuido a ello. El componente de la inflación subyacente más ligado al mercado laboral y a la actividad (IPCSAE servicios) también ha disminuido en los últimos trimestres, dando cuenta de la ampliación gradual de las brechas de actividad, pero a una velocidad lenta y en línea con lo anticipado, como se verifica en la **figura 4**. (El último registro de inflación de servicios SAE es 3,3% anual, que se compara con un promedio desde 2001 a fecha de 4,2% anual.) Ello de alguna manera es reflejo de un mercado laboral que se ha debilitado pero que ha resistido relativamente bien los años de bajo crecimiento, con salarios nominales creciendo algo bajo sus promedios históricos (4,9% en la actualidad versus 5.7% promedio desde 2001 a la fecha.)

- A su vez, y algo más anecdótico pero no por ello cuantitativamente importante, destaca la fuerte e inusual caída en los precios de las frutas y verduras frescas, que representan menos del 3% de la canasta del IPC, que hoy están cayendo a razón de 5% por año aproximadamente, lo que se compara con una inflación promedio desde 2001 en este ítem de cerca de +6%.
- El énfasis en descomponer la inflación en su componente de bienes y servicios no es un simple ejercicio contable, sino que busca diferenciar dos causas del movimiento en inflación que son de naturaleza diferente, y que en cierto sentido pueden ir en direcciones opuestas. La inflación más ligada a servicios y salarios se desacelera cuando la economía y el mercado laboral están más débiles. En cambio, la inflación más ligada a bienes y al tipo de cambio aumenta en períodos de debilidad del peso, que tienden a coincidir con periodos de debilidad económica. Esta relación entre tipo de cambio y actividad económica es en cierta medida esperable en economías pequeñas y abiertas y se observa con claridad en los últimos 20 años en la economía chilena. (Ver figuras 5 y 6.)
- Más allá de los vaivenes de corto plazo, muy dominados por las fluctuaciones del tipo de cambio nominal, la tendencia del tipo de cambio real – sobre la cual la política monetaria no tiene efectos – muestra un comportamiento contra-cíclico, con depreciaciones en periodos de debilidad y fortalecimiento real del peso en periodos de mayor crecimiento.
- Este vínculo estrecho entre tipo de cambio y la inflación no es exclusivo de los últimos trimestres, sino que ha marcado la trayectoria de la inflación en los últimos años en torno a 3%, como se ve en la figura 7. Esta relación, que siempre estuvo presente, se ha intensificado en el último tiempo. En los primeros años del esquema actual de política monetaria con flexibilidad cambiaria y hasta el periodo marcado por la crisis financiera, la trayectoria de la inflación estuvo más marcada por otros shocks de precios, como el alza del precio del petróleo y alimentos internacionales desde mediados de 2007, y por las holguras de capacidad vigentes en la economía. El mejor ejemplo de ello es la situación a comienzos de los 2000s, cuando un desempleo alto de manera persistente generó un debilitamiento del mercado laboral (cuyo desempleo se mantuvo cerca de 10% por varios años) y un bajo dinamismo en los salarios que mantuvo la inflación acotada, aún en un periodo de debilidad sostenida del peso.
- Una muestra de la intensificación del vínculo entre inflación y tipo de cambio en el último periodo se observa en la Figura 8. La correlación simple entre inflación total y tipo de cambio ha aumentado fuertemente, y además el co-movimiento entre inflación total e inflación de

bienes ha sido muy importante en el último periodo, especialmente comparado con la casi nula correlación en el periodo previo a la crisis.

- La mayor sincronía entre la trayectoria cambiaria y la inflación en el último tiempo da cuenta, entre otras cosas, de que las brechas de capacidad se han mantenido acotadas. En otras palabras, en los últimos años – y en la actualidad – las fluctuaciones de la actividad económica en torno a su nivel de tendencia han sido bajas desde una perspectiva histórica. Como se observa en la **figura 9**, ello se ve tanto medido en términos de desviación del nivel de actividad respecto del nivel potencial como usando indicadores del mercado laboral. Esto ha redundado en que la inflación de salarios y servicios ha tenido un comportamiento relativamente estable.
- La idea de una baja volatilidad del PIB respecto de su tendencia en los últimos años puede parecer llamativa, toda vez que la economía ha mostrado tasas de crecimiento bastante diferentes durante la última década. Por ejemplo, la tasa de crecimiento del PIB entre 2011 y 2017 es algo más volátil a la observada entre 2001 y 2007. Pero la volatilidad de la brecha de actividad es aproximadamente la mitad a la observada entre 2001 y 2008, como se observa en la **figura 10**. Esto es consecuencia de que una parte relevante de la desaceleración de la economía chilena ha obedecido a una caída en el crecimiento potencial. Las estimaciones de crecimiento potencial y las medidas holguras no son observables, y por lo tanto están sujetas a incertidumbre, pero las mejores estimaciones disponibles muestran que la generación de brechas ha sido bastante más acotada que en otros períodos de bajo crecimiento.
- Por cierto que la desaceleración también ha tenido un componente cíclico relevante, reflejado principalmente en la debilidad de la inversión y en indicadores de debilidad en la composición del empleo, por ejemplo. La política monetaria muy expansiva en los últimos 4 años responde exactamente a disminuir los impactos de ese componente cíclico.
- La búsqueda de baja volatilidad del producto en torno a su potencial es parte del objetivo de corto plazo de la política monetaria. Esta no puede afectar la capacidad de crecimiento potencial o tendencial de la economía, pero sí puede contribuir a suavizar las desviaciones en torno al potencial. Por ello la meta de inflación no es instantánea sino a un plazo de 24 meses. Con ello se permite alcanzar su objetivo inflacionario de 3% en promedio y contribuir a suavizar las fluctuaciones de la actividad.
- Por cierto que la política monetaria no debe ser evaluada a la luz de las holguras expuestas que se observen en la economía, ya que esta está sujeta a muchos shocks internos y externos de diferente naturaleza y persistencia. Pero la baja volatilidad del PIB y el empleo respecto de

valores de tendencia en un contexto de inflación promedio en 3% y expectativas de inflación consistentemente en torno a 3% dan cuenta de una estrategia de política monetaria que en lo fundamental ha sido adecuada.

- La política monetaria ha sido contracíclica, y en los últimos años ha sido muy expansiva con tasas de interés reales en mínimos históricos. (Ver figura 11.) Ello ha facilitado las condiciones de financiamiento de empresas y personas, mitigando los efectos sobre el empleo y permitiendo un ajuste adecuado de los balances de las empresas a la desaceleración de la actividad y las ventas. Esta visión de política monetaria muy expansiva se ve con claridad también cuando se controla por los cambios en tasas de interés consideradas neutrales. (ver figura 12.) Esto es, en los últimos cuatro años las tasas de interés reales han sido significativamente menores que las neutrales de manera sistemática.
- Este esquema de política monetaria con un férreo compromiso en la inflación de mediano plazo y que busca suavizar los desvíos de la actividad respecto de su potencial descansa en un esquema creíble de tipo de cambio flexible. Esta característica es central, y permite absorber mejor los shocks y entregar señales adecuadas de precios. La evidencia para Chile, y no solo en los últimos años, da cuenta de los beneficios que esta política ha producido. Pero este esquema tiene consecuencias, y una de ellas es que la volatilidad de la inflación es alta.
- Los ajustes en el tipo de cambio que responden al conjunto de shocks que enfrenta la economía y al accionar de la política monetaria pueden llevar a desviaciones relativamente persistentes de la inflación respecto de 3%. De alguna manera, esto es lo que muestran las cifras en Chile. La inflación ha sido volátil en Chile en los últimos 17 años, y en el último periodo ha estado más tiempo fuera del rango de 2%-4%. Por ejemplo, desde enero de 2010 a la fecha, la inflación ha estado más tiempo fuera del rango que dentro de él. En contraste, entre enero del 2000 y diciembre de 2007 la inflación estuvo fuera del rango menos de un tercio del tiempo.
- Desviaciones persistentes de la inflación respecto de la meta no sólo son aceptables, sino en parte deseables. Una política monetaria cuyo objetivo fuese disminuir la volatilidad de la inflación, y por supuesto manteniendo el mismo 3% promedio, induciría una mayor volatilidad del PIB. Esto porque tendrá que tornarse más expansiva en tiempos buenos donde la tendencia al tipo de cambio real es apreciativa, y tendría que ser más contractiva en momentos de desaceleración para contener los efectos inflacionarios de las depreciación cambiaria. El Banco Central ha hecho exactamente lo opuesto. Por ejemplo, ello explica porque las tasas de interés

no bajaron en los años de alto crecimiento pero baja inflación (2012 y 2013) y se han mantenido muy bajas desde 2014 aún con una inflación que por más de dos años estuvo por sobre 4%, entre comienzos de 2014 y mediados de 2016.

- Pero como hemos manifestado en reiteradas oportunidades, estas desviaciones son aceptables en la medida que sean transitorias y no comprometan la meta de mediano plazo de 3%. Como acabo de mencionar, una política monetaria que evite limitar las fluctuaciones de corto plazo – y en algunos casos persistente - del tipo de cambio e inflación por razones cambiarias arriesga ser procíclica. Pero peor aún es una política monetaria que permite desviaciones persistentes del 3% más allá del horizonte de dos años. De esa manera pierde su credibilidad, y con ello cualquier capacidad de controlar la inflación de mediano plazo y de suavizar el ciclo económico. En la actualidad, así como en todo el periodo mencionado, diferentes estimaciones de expectativas de inflación a 2 años han estado ancladas a 3%. (Ver Figura 13)
- ¿Qué esperar hacia adelante? De acuerdo a patrones históricos, periodos de cierres de holguras y recuperación han estado acompañados – en promedio - de un fortalecimiento del peso. Esta dinámica podría presionar a la baja la inflación de corto plazo, pero luego de algunos trimestres la recuperación presiona al alza la inflación más ligada a servicios. Ello no requiere necesariamente de una reacción de política monetaria, especialmente si ella ya se encuentra en niveles bastante expansivos.
- La excepción a ello es que la meta de inflación se vea comprometida. Por ejemplo, una dinámica cambiaria que presione a la baja la inflación de manera persistente, y que no esté acompañada de una recuperación de la economía puede afectar las expectativas de inflación a mediano plazo y justificaría una política monetaria más expansiva. Por ahora, no hay evidencia que dé cuenta de esta situación.
- En este sentido, es importante poder distinguir de las cifras de corto plazo aquellas tendencias relevantes para dilucidar la velocidad de recuperación de la economía, las perspectivas inflacionarias de mediano plazo, y sus implicancias para la política monetaria.
- Muchas gracias.



Crecimiento, Tipo de Cambio y la Política Monetaria en Chile

Sebastián Claro E.
Vicepresidente(*)

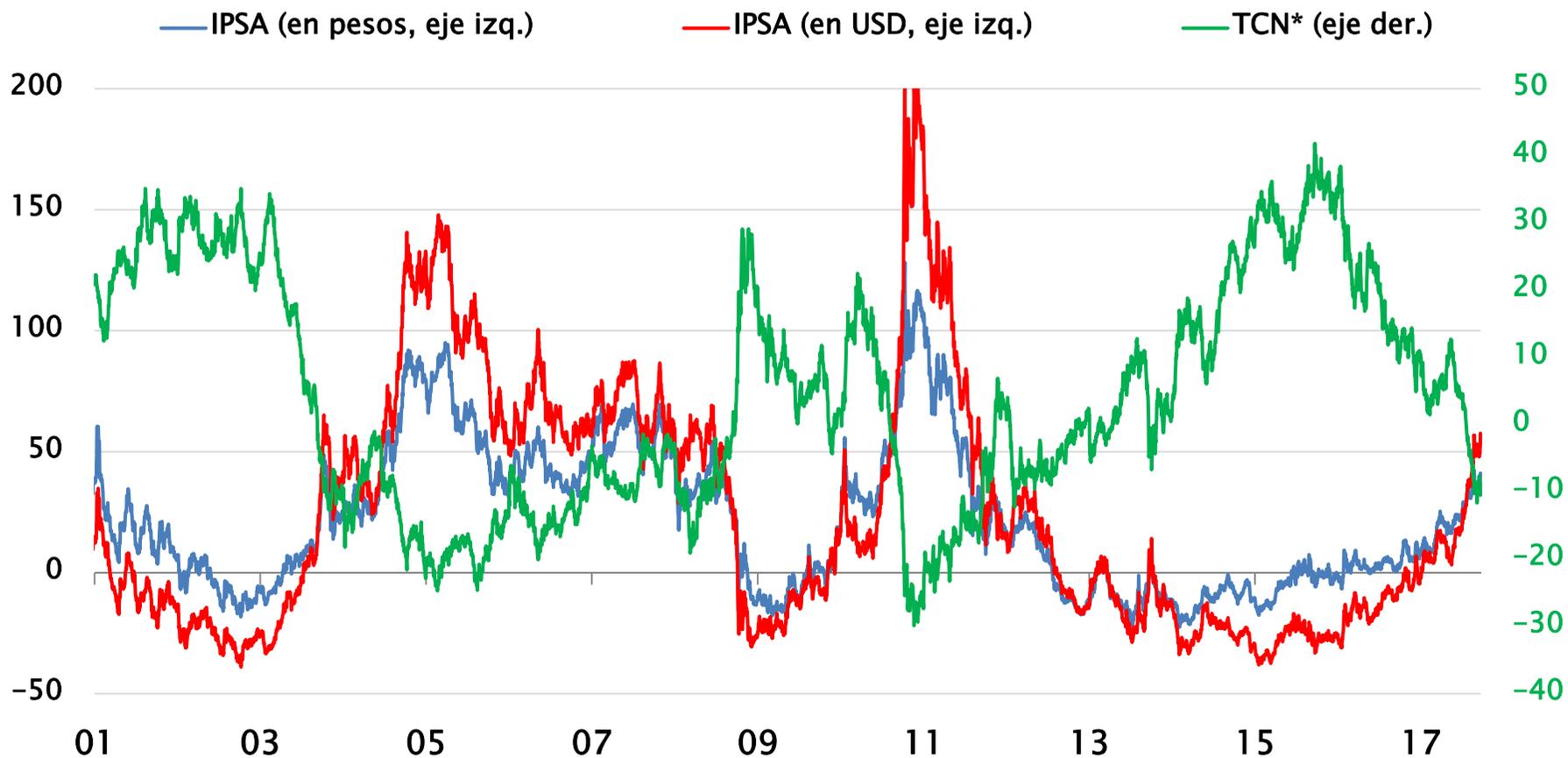
Seminario Fruittrade 2017, 28 de septiembre de 2017

(*) Las opiniones contenidas en esta presentación son de exclusiva responsabilidad de su autor y no representan necesariamente al Banco Central de Chile o a su Consejo.



Figura 1

IPSA y Tipo de Cambio Nominal* (variación en 24 meses, porcentaje)



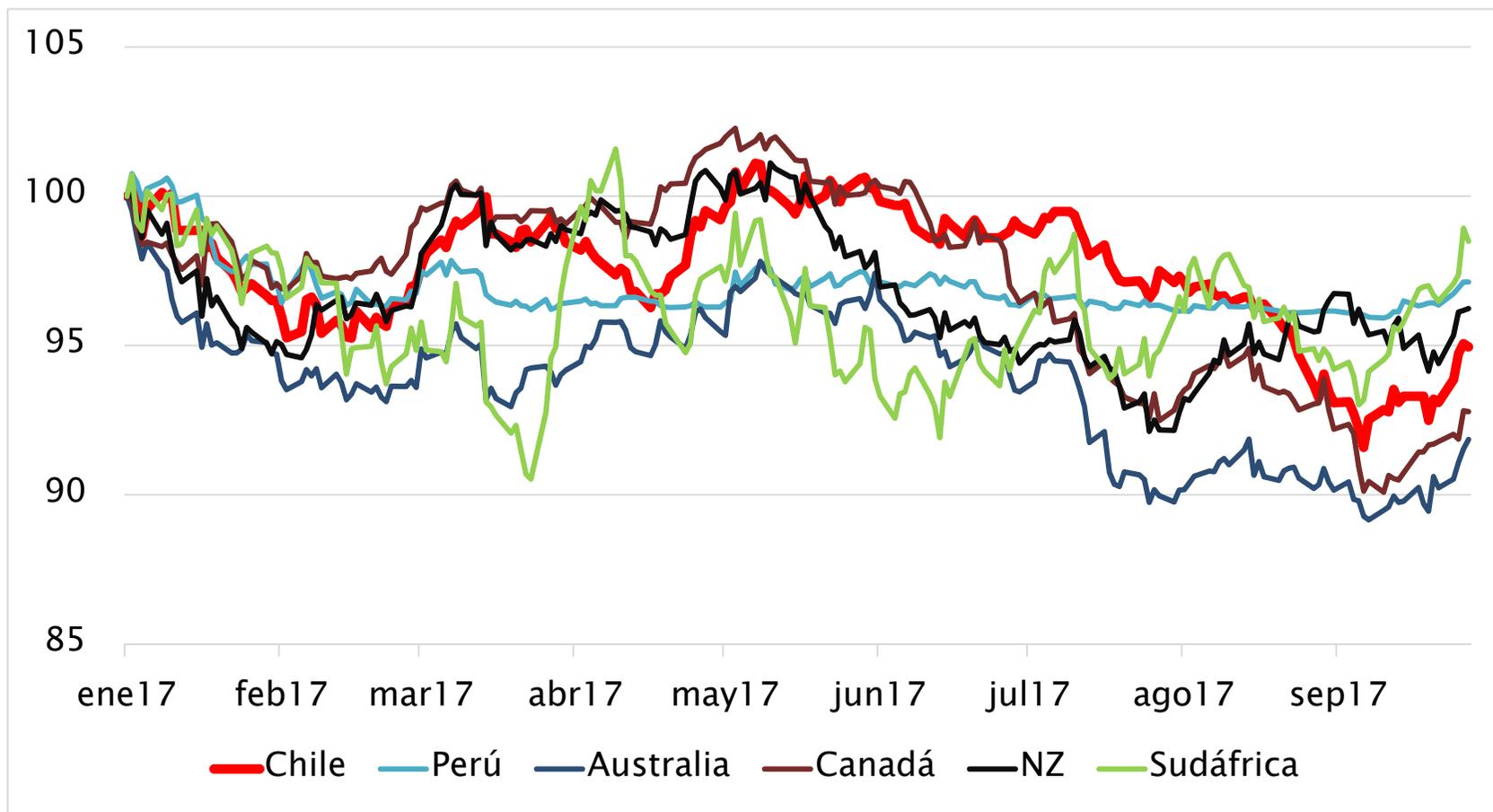
Fuente: Bloomberg, Banco Central de Chile.

2 * Tipo de cambio nominal del peso chileno con respecto al dólar de EE.UU.
Nota: Datos diarios entre el 01/01/2001 -22/9/2017.



Figura 2

Tipo de Cambio Nominal en selección de países: ene17-Sep17
(Índice 1/ene/17=100)



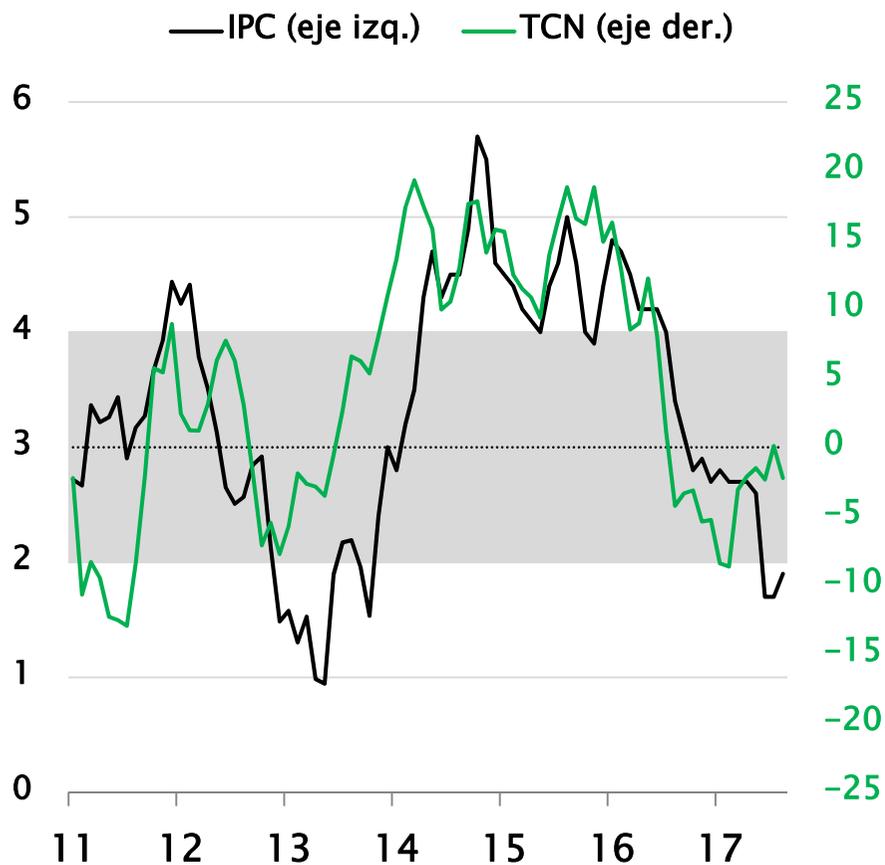
Fuente: Bloomberg, Banco Central de Chile.
Moneda local por dólar de los EE.UU



Figura 3

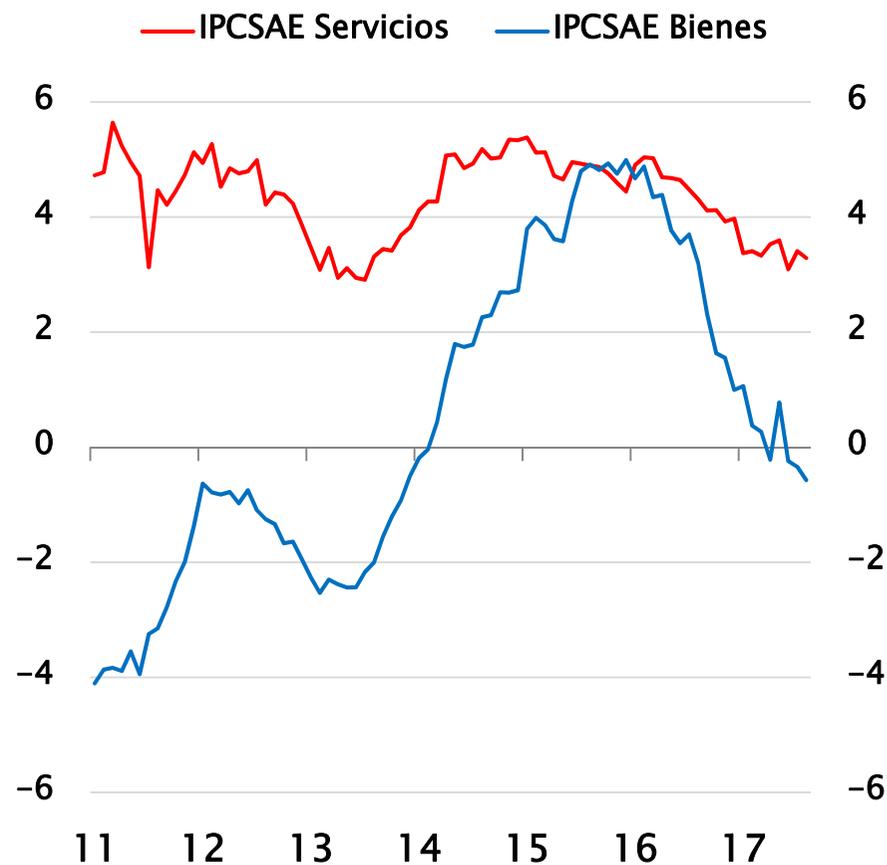
Inflación y Tipo de Cambio Nominal*

(variación anual, porcentaje)



Inflación SAE de Bienes y Servicios

(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

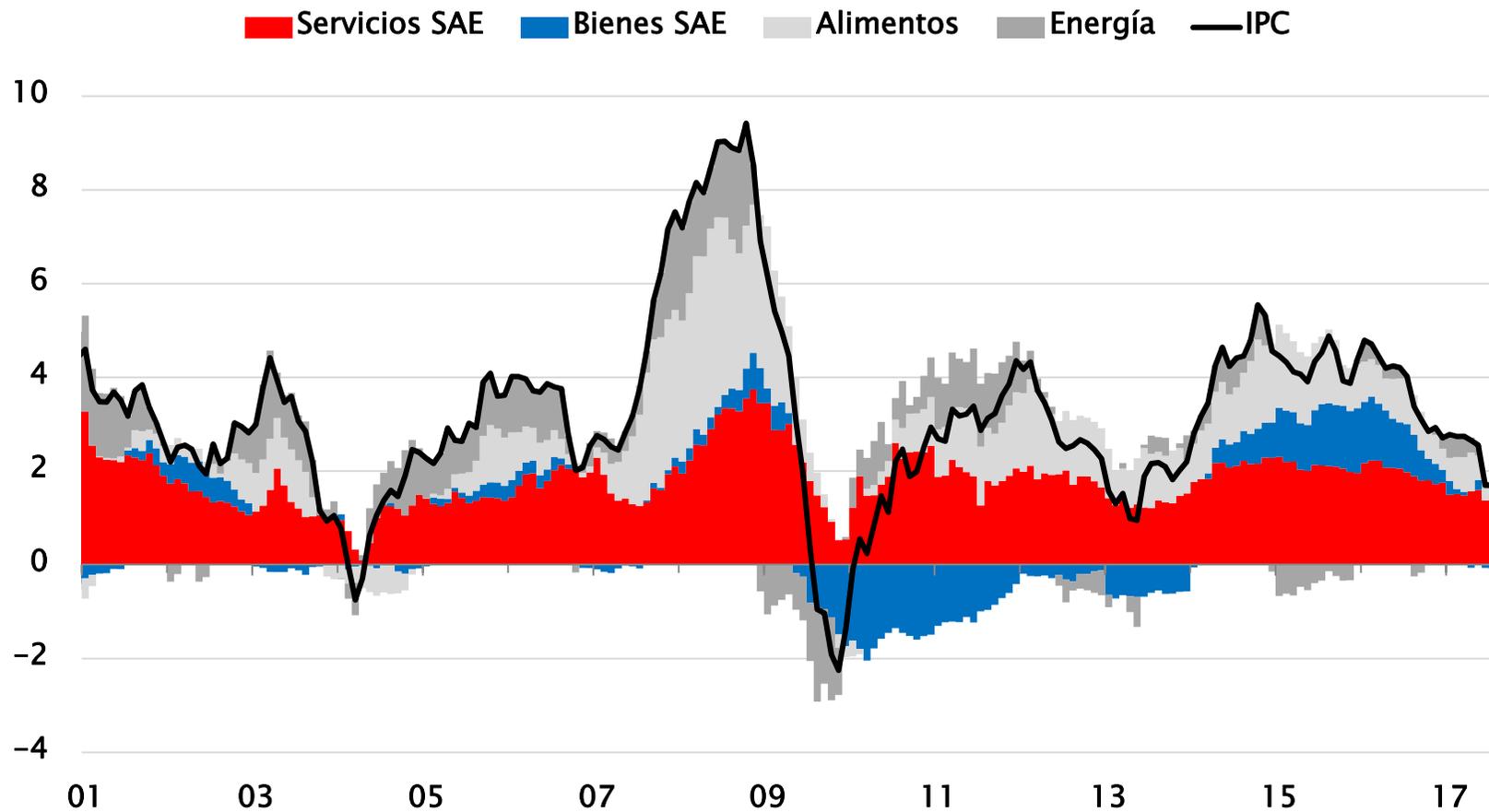
* Tipo de cambio nominal del peso chileno con respecto al dólar de EE.UU.

Nota: Datos mensuales entre enero-2011 a agosto-2017. La línea punteada es la meta de inflación (3%), mientras que el área gris corresponde a su banda de tolerancia.



Figura 4

Incidencias Anuales en Inflación (variación anual, porcentaje)



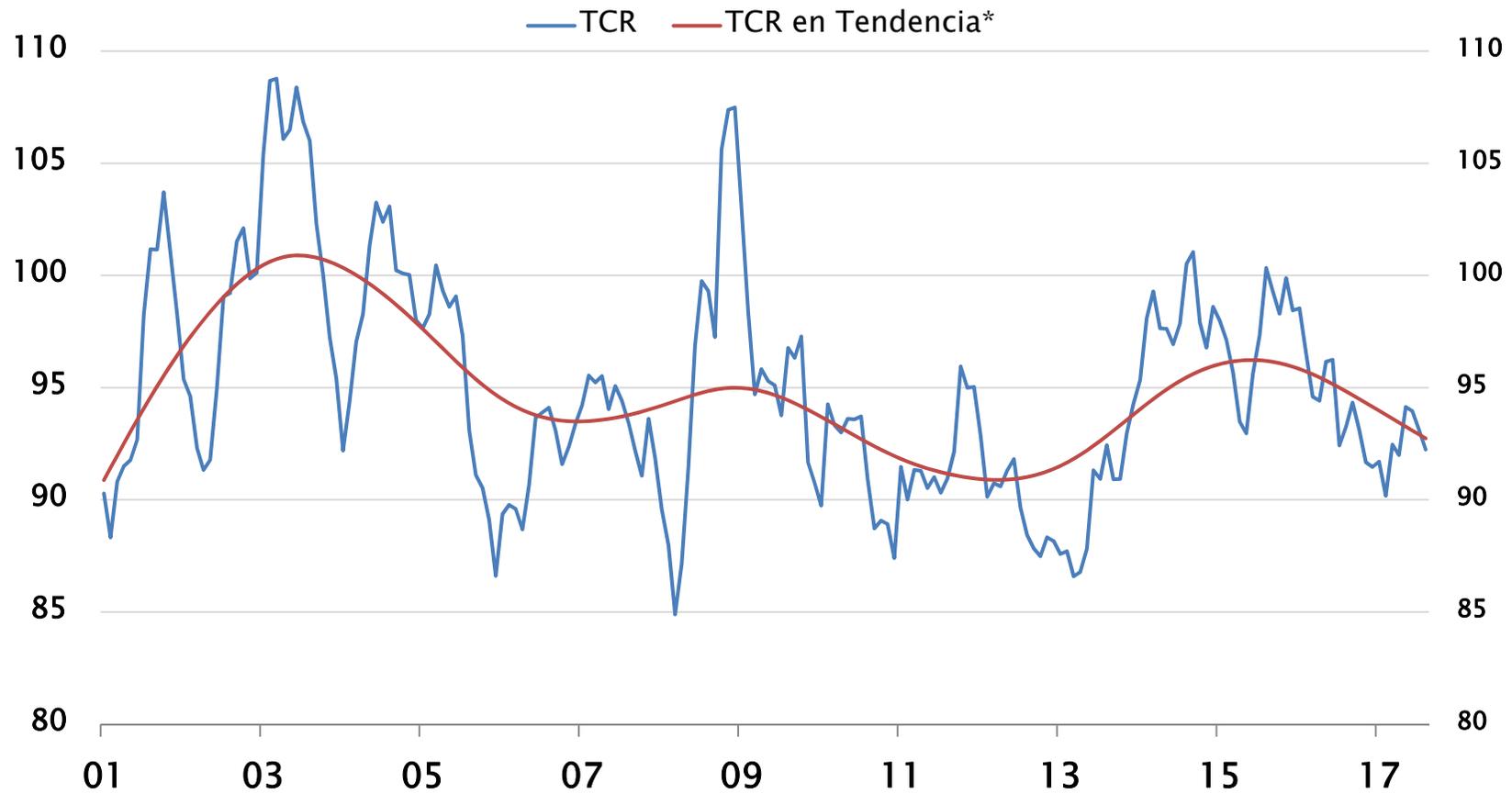
5 Fuente: Banco Central de Chile.
Nota: Datos mensuales entre enero-2001 y agosto-2017.



Figura 5

Tipo de Cambio Real y su Tendencia

(Índice promedio 1986=100)



6 Fuente: Banco Central de Chile.

Nota: Datos mensuales entre enero-2001 y agosto-2017. * Tendencia calculada aplicando un filtro Hodrick-Prescott con $\lambda=14.400$ a la serie del TCR.



Figura 6

Tipo de Cambio Real* y la Tasa de Desempleo*,†

(Ambos en tendencia, entre 2002-2017)

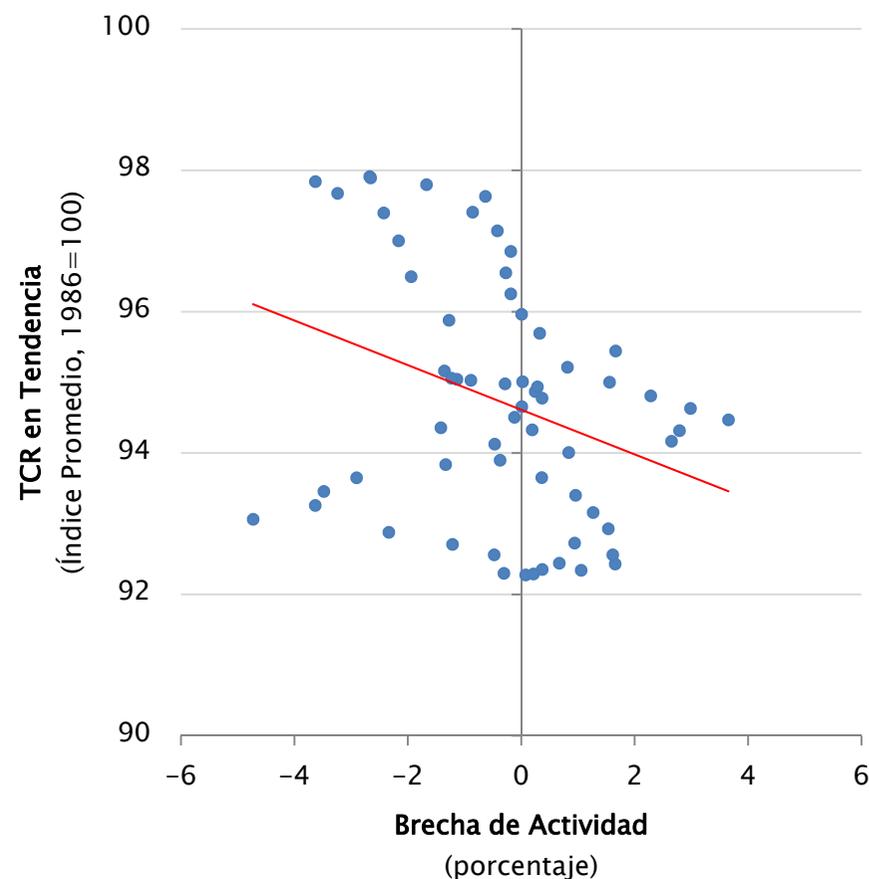


Fuente: Banco Central de Chile.

7 Nota: Datos mensuales entre enero-2002 y julio-2017. * Tendencias calculadas con un filtro Hodrick-Prescott con $\lambda=14.400$ a cada serie. † Corresponde a la tasa de desempleo nacional del INE, desestacionalizada.

Tipo de Cambio Real* y la Brecha de Actividad†

(TCR en Tendencia y Brecha en porcentaje, I.2002-II.2017)



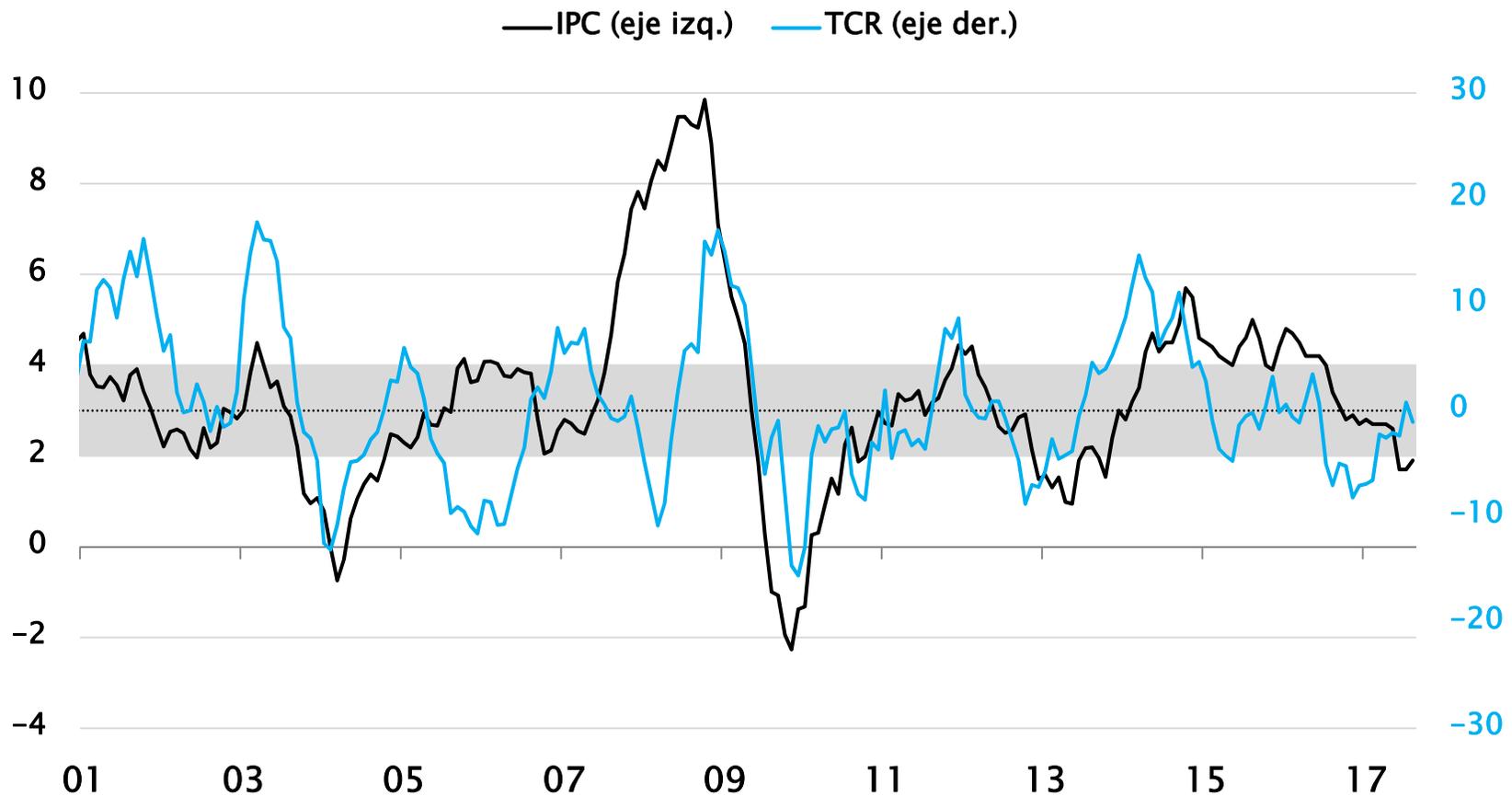
Fuente: Banco Central de Chile.

Nota: Datos trimestrales entre I.2002 y II.2017. * Tendencia del TCR calculada con un filtro Hodrick-Prescott con $\lambda=1.600$. † Corresponde a la brecha de actividad del PIB Resto.



Figura 7

Inflación y Tipo de Cambio Real (variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

8

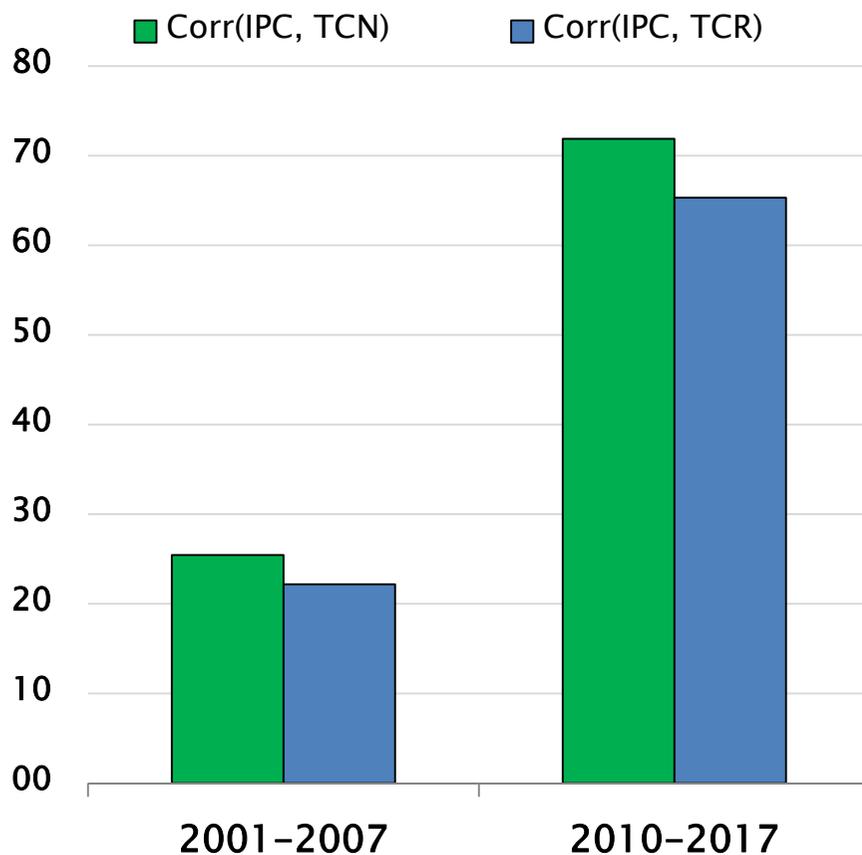
Nota: Datos mensuales entre enero-2011 a agosto-2017. La línea punteada es la meta de inflación (3%), mientras que el área gris corresponde a su banda de tolerancia.



Figura 8

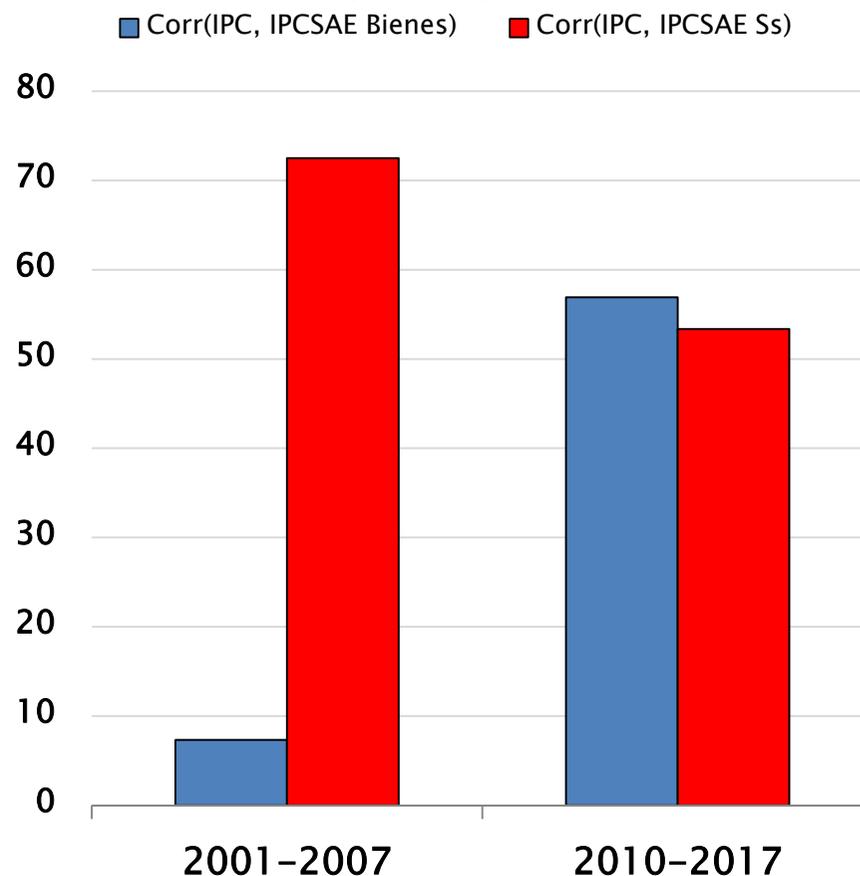
Coeficiente de Correlación entre Inflación y el Tipo de Cambio*

(porcentaje)



Coeficiente de Correlación entre Inflación y Componentes Core

(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

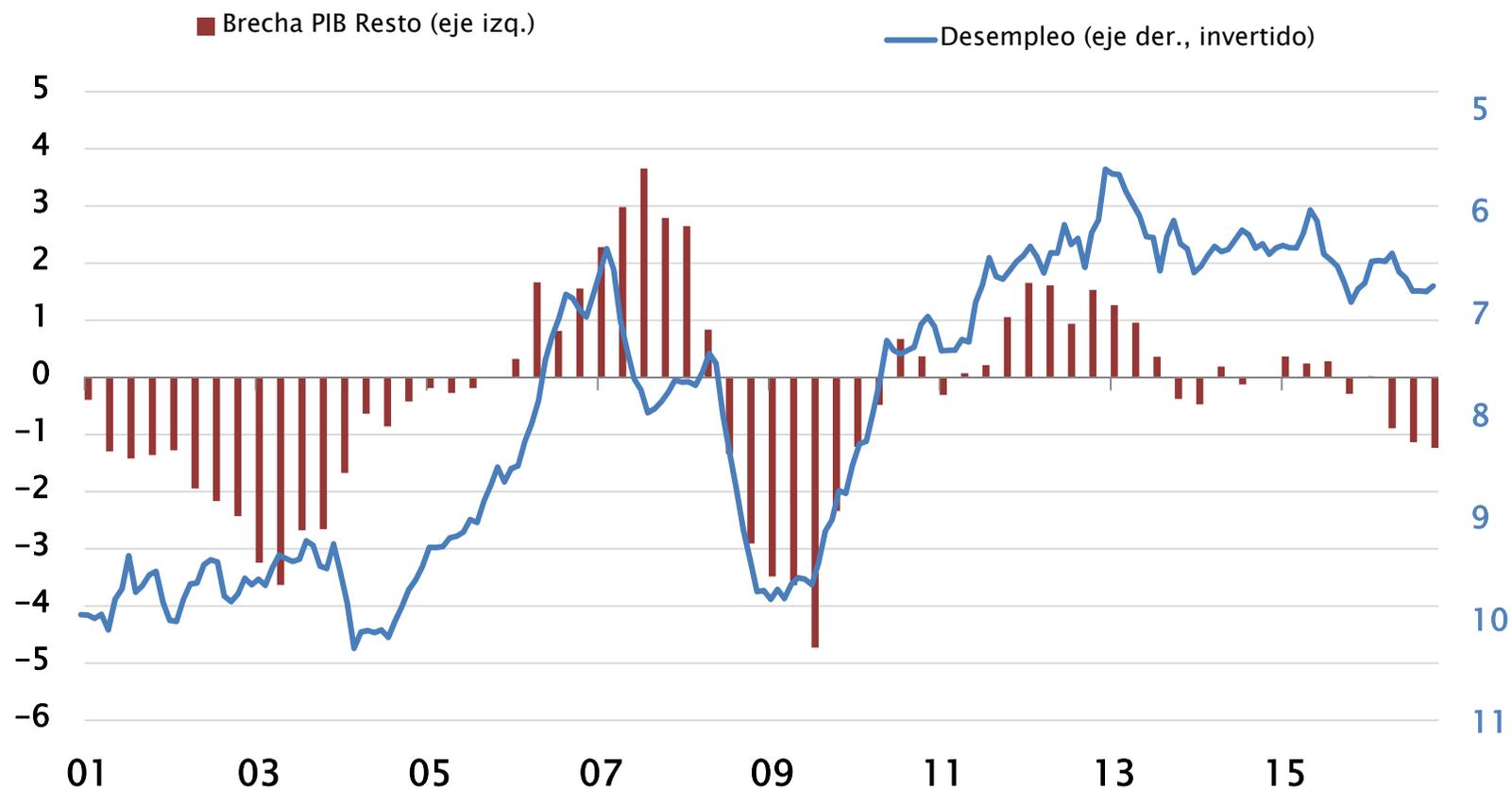
9 * Tipo de cambio nominal del peso chileno con respecto al dólar de EE.UU.

Nota: Datos mensuales entre enero-2001 a diciembre-2007, y enero-2010 a agosto-2017. La correlación se calcula en base a la variación anual de cada serie.



Figura 9

Brecha de Actividad* y la Tasa de Desempleo† (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

* Corresponde a la diferencia entre el PIB Resto efectivo y su potencial, medida en puntos porcentuales del PIB.

† Corresponde a la tasa de desempleo nacional del INE desestacionalizada .



Figura 10

Volatilidad de la Brecha de Actividad*
(desviación estándar móvil 4 años, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

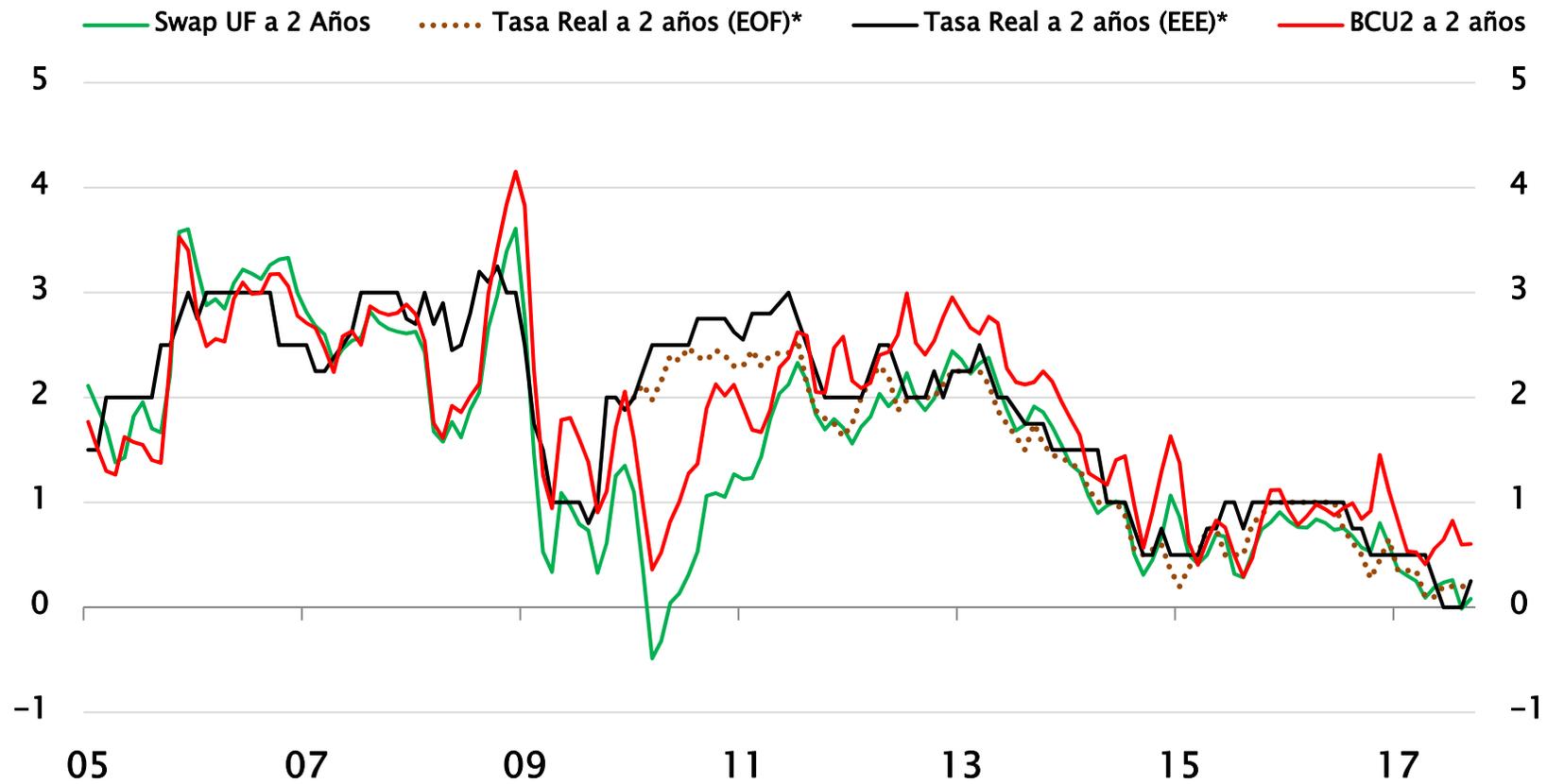
* Corresponde a la diferencia entre el PIB Resto efectivo y su potencial en frecuencia trimestral, medida en puntos porcentuales del PIB.

11 Muestra entre II.2005-II.2017.



Figura 11

Tasas de Interés Reales (porcentaje)



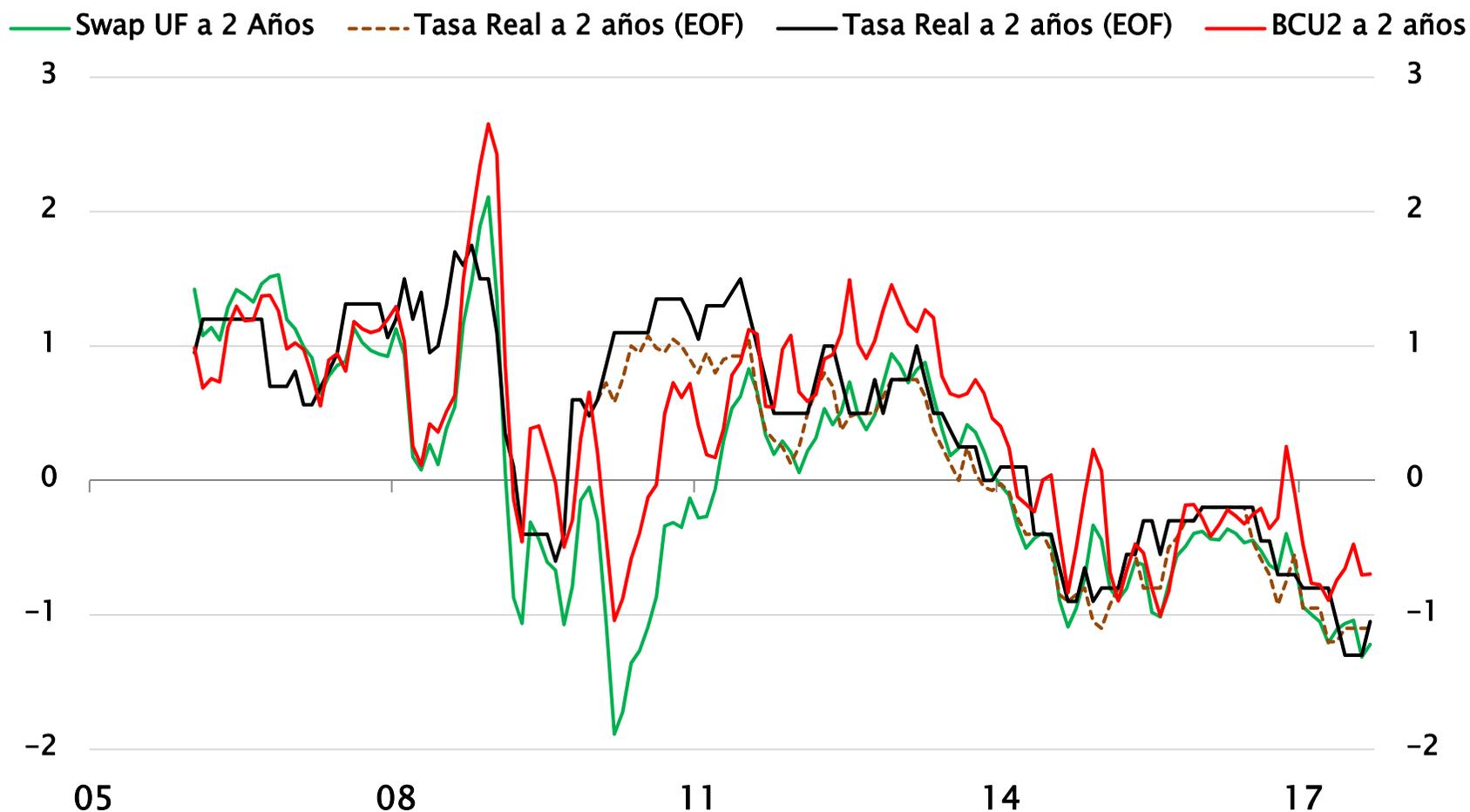
Fuente: Banco Central de Chile.

12 Nota: Datos mensuales entre enero-2005 y agosto-2017 para todas las series excepto la correspondiente a la tasa real a dos años estimada por la EOF, la cual empieza en enero-2010. * Corresponde a la diferencia entre la TPM e inflación esperada a dos años informada por cada encuesta.



Figura 12

Diferencia entre Tasas de Interés Reales y la Neutral* (porcentaje)



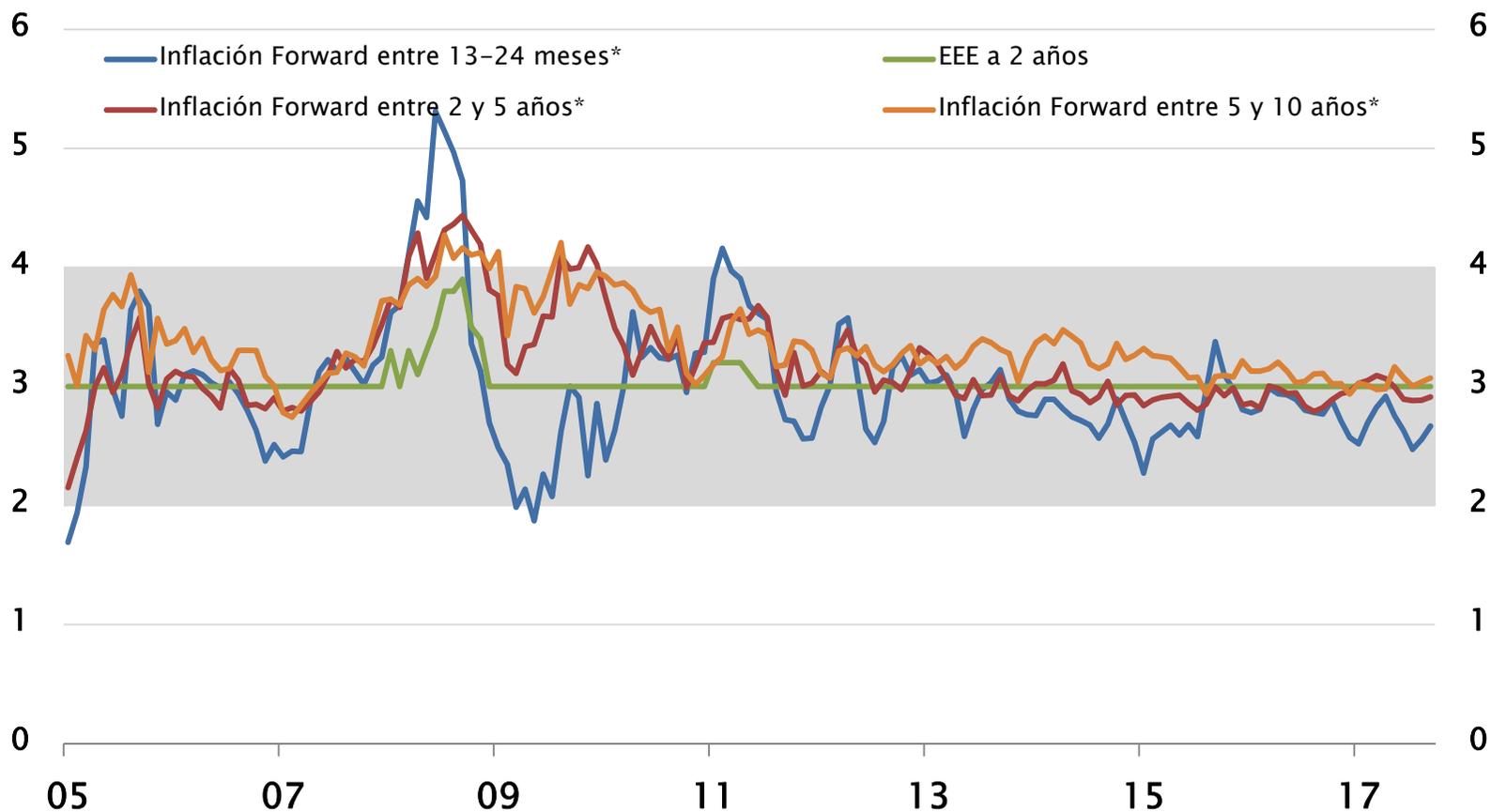
Fuente: Banco Central de Chile.

13 Nota: Datos mensuales entre enero-2005 y agosto-2017, excepto la correspondiente a la tasa real a dos años estimada por la EOF, la cual empieza en enero-2010.
*Corresponden a estimaciones de tasa de interés real neutral según la Minuta del IPoM septiembre-2016.



Figura 13

Expectativas de Inflación desde el Año 2005 (porcentaje)



Fuente: Bloomberg, Banco Central de Chile.

14

Nota: Datos mensuales entre enero-2005 y agosto-2017. El área gris corresponde a la banda de tolerancia de la meta de inflación de 3%.

* Corresponde a la compensación inflacionaria calculada en base a tasas swap promedio cámara a distintos plazos.