

Políticas del Banco Central: Pasado Reciente y Perspectivas

FELIPE MORANDÉ L.

**Gerente División de Estudios
Banco Central de Chile
Septiembre de 1999**

Presentación:

- Condiciones iniciales
- El ajuste de 1998-1999 - Estrategia de mínimo riesgo
- Etapas del ajuste
- Reflexiones acerca de algunas críticas clave
- Comparación internacional
- Modernización de políticas del BC

Condiciones Iniciales

- En 1997 la política monetaria tenía un dilema: actividad vs. flujos de capital
- Banda cambiaria + encaje + múltiples objetivos
- Exceso de déficit de cuenta corriente y sobreexpansión
- Flujos de capital (no rebaja de tasas) explican sobrecalentamiento
- Ataque especulativo contra el peso
- Empeoramiento sustancial y en parte imprevisto de las condiciones externas

La Lógica del Ajuste de 1998-1999

- Alternativa de no ajustar $\Rightarrow$ crisis de BoP
- Objetivo último: estabilidad macroeconómica
- ¿Policy mix alternativos?
 - ambiente de alta incertidumbre
 - mercado en soluciones esquina
 - Restricciones políticas
- Estrategia: riesgo acotado
- Orden: primero enfriar, luego permitir flexibilidad

Dos etapas

- Primer semestre
 - control del exceso de gasto
 - defensa del ancla nominal
 - preparar condiciones para cambio de precios relativos
- Segundo semestre
 - credibilidad limitada en la política
 - administración de incertidumbre creciente (Rusia, LTC, EE.UU., Brasil) no de las brechas de actividad

“El BC defendió innecesariamente una paridad para evitar una décimas de inflación”

- Estimaciones promedio del coeficiente de traspaso: 50%
- Coeficiente de traspaso pro-cíclico $\Rightarrow$ en una economía sobrecalentada puede llegar a 70%
- Una depreciación de 5% podía aumentar la inflación en 3 puntos
- La experiencia “reciente” (de países asiáticos) era desastrosa y la sensación de caos acelera recesión

“Un poco más de inflación... A quién le puede importar hoy?”

- No estamos hablando de “un poco” de inflación
- Si no se perdía el ancla el ancla nominal: 3 años adicionales de transición al régimen final
- Si se perdía, muchos años más y resultados potencialmente desastrosos en actividad
- Se privilegia una caída moderada y recuperación más veloz de la actividad que no arriesgue la estabilidad

“Ha habido 20% de depreciación nominal sin inflación... el BC estaba errado en su aprensión”

- Ha existido una deflación externa considerable no prevista cuando se decide una estrategia pro-estabilidad
- Entre 1997.IV y 1999.II el IPE disminuyó en 5,2%
- Y el IVUM, más relevante para la inflación, disminuyó en 9,6% en el mismo lapso
- La contracción económica también incide en forma relevante (la depreciación ocurrió en una economía fría, no en una sobrecalentada)

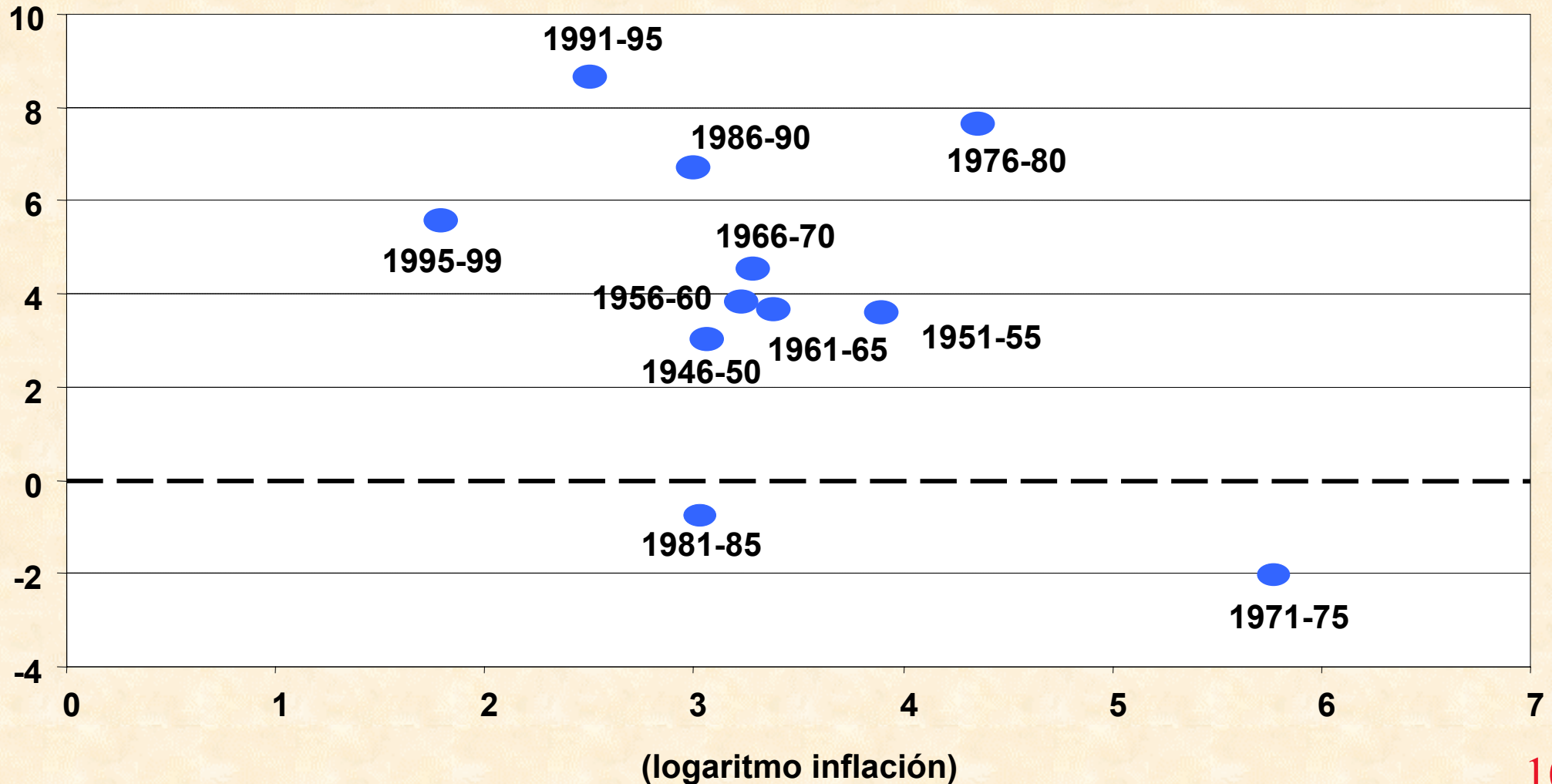
“Por cada punto de inflación que se baja se pierden 100.000 empleos”

- En el largo plazo no hay trade-off (experiencia 89-97)
- Trade-off de corto plazo puede ser *positivo* durante una crisis si se pierde el ancla nominal y el sector financiero colapsa
- En promedio es de una dimensión menor:
 - Es inestable en períodos de turbulencia - soluciones extremas
 - Beneficios transitorios y costos permanentes por indexación
 - Explotación del trade-off de corto plazo es altamente riesgosa

Inflación y Crecimiento

tasa de variación anual del PIB, y logaritmo del incremento anual de la inflación

(pib, %)



“La crisis externa no ameritaba una recesión, sólo una desaceleración”

- Shock es de magnitud mayor (comparación internacional)
- Las condiciones externas pueden explicar casi 2/3 del crecimiento del PIB en Chile durante los 90s
- Shock efectivo + respuesta de política *promedio* $\Rightarrow$ recesión de todos modos (aunque menor a la efectiva)
- Shocks adicionales (sequía, pesca, incertidumbre política) y políticas no promedio (fiscal y monetaria)

Comparación Internacional

- Shock inicial en 1998
 - Efecto comercial ($\Delta TDI \times X/PIB$)
 - Efecto financiero ($\Delta Spread \times \text{Necesidades de Financiamiento}/PIB$)
 - Necesidades de financiamiento = CC proyectada (Dic. 97) + deuda de corto plazo + vencimientos de deuda largo plazo en 1997

Shock Inicial en 1998 (% de PIB)

Argentina	0.8	México	1.1
Brasil	0.5	Perú	1.3
Chile	2.7	Venezuela	6.3
Chile BC	3.0	Australia	0.5
Colombia	1.2	Nueva Zelandia	-0.1
Ecuador	3.0	Polonia	-0.1

Modernización de Políticas

- Inflación muy cerca de donde queremos llegar
 - meta rango vs. meta punto
 - horizonte de la meta
- Mayor flexibilidad cambiaria
 - banda más ancha
 - intervenciones acotadas
 - menor exposición y riesgo de dos lados
- Profundización de mercados
 - mercados de cobertura de riesgo
 - mayor integración financiera al exterior